

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**INFLUÊNCIA DOS VIESES DE EXCESSO DE CONFIANÇA E OTIMISMO SOBRE
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM COMPANHIAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

ALLAN MARCELO DE OLIVEIRA

CURITIBA

2017

ALLAN MARCELO DE OLIVEIRA

**INFLUÊNCIA DOS VIESES DE EXCESSO DE CONFIANÇA E OTIMISMO SOBRE
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM COMPANHIAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

CURITIBA

2017

ALLAN MARCELO DE OLIVEIRA

**INFLUÊNCIA DOS VIESES DE EXCESSO DE CONFIANÇA E OTIMISMO SOBRE
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM COMPANHIAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná. Área de concentração: Contabilidade Financeira e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Oliveira Soares

CURITIBA

2017

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ. SISTEMA DE BIBLIOTECAS.
CATALOGAÇÃO NA FONTE

Oliveira, Allan Marcelo de
Influência dos vieses de excesso de confiança e otimismo sobre
gerenciamento de resultados em companhias listadas na
BM&FBovespa / Allan Marcelo de Oliveira. - 2017.
71 f.

Orientador: Rodrigo Oliveira Soares.
Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná. Programa
de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais
Aplicadas.
Defesa: Curitiba, 2017.

1. Investimentos – Administração. 2. Investimentos – Processo
decisório. 3. Contabilidade gerencial. 4. Diretores-executivos .5.
Confiança. I. Soares, Rodrigo Oliveira, 1966- . II. Universidade Federal do
Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-
Graduação em Contabilidade. III. Título.

CDD 658.152



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
Setor CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
Programa de Pós Graduação em CONTABILIDADE
Código CAPES: 40001016050P0

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **ALLAN MARCELO DE OLIVEIRA**, intitulada: "**INFLUENCIA DOS VIESES DE EXCESSO DE CONFIANÇA E OTIMISMO SOBRE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM COMPANHIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**.", após terem inquirido o aluno e realizado a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO.

CURITIBA, 28 de Março de 2017.

RODRIGO OLIVEIRA SOARES
Presidente da Banca Examinadora (UFPR)

MARCOS WAGNER DA FONSECA
Avaliador Interno (UFPR)

RODOLFO COELHO PRATES
Avaliador Externo (UP)

ANGELA CRISTIANE SANTOS PÓVOA
Avaliador Externo (PUC/PR)

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por me acompanhar em todo canto que me instalo, e por sempre olhar por mim, ainda nos momentos que eu mesmo não perceba.

Agradeço a minha pequena família: ao exemplo de força da mãe Sirlete, ao apoio dos meus irmãos Vanessa e Gabriel, a mais linda sobrinha Melzinha, e os sobrinhos peraltas Lucas e Mateus.

Agradeço imensamente ao meu orientador prof. Dr. Rodrigo Soares, eu mesmo não teria sido capaz de selecionar pessoa melhor para conviver. Mais que orientador, quase um pai, amigo acima de tudo, exemplo de pessoa.

Agradeço também aos professores que auxiliaram na minha formação desde a graduação até este mestrado.

Agradeço aos meus colegas de mestrado e doutorado, em especial o companheiro Diones, minhas meninas Cassiana e Marcela, e os irmãos mais velhos Joyce e Vagner.

Agradeço aos colegas que aqui conheci e tanto me apoiaram: minha 'lirou' Keizian, Laura e Mara Moritz. De modo semelhante agradeço aos amigos que já carregou à tempos e que contribuíram com esta etapa: Jaqueline e Nalzenira, Henrique e Amanda, Raul e Gabriela, Rosangela e Tarifinha, Nemésio e Dani (e todos amigos do MTC).

Agradeço a Capes, pelo apoio financeira durante a formação.

Por fim, agradeço aos demais cujo nome não consta aqui sim no meu coração.

Eu, e não os acontecimentos,
têm o poder de me fazerem sentir feliz ou infeliz hoje.
Eu posso escolher como é que quero estar. [...]
Eu tenho apenas este dia, o de hoje, e vou ser feliz enquanto este decorrer.
(Groucho Marx)

RESUMO

O objetivo da presente pesquisa consiste em verificar a influência do excesso de confiança e otimismo sobre o gerenciamento de resultados em companhias listadas na BM&FBOVESPA no período de 2011 a 2015. O referencial teórico está estruturado de forma a abordar a teoria de base (Teoria das Escolhas Contábeis), o gerenciamento de resultados e os vieses de excesso de confiança e otimismo. Para alcançar o objetivo, realizou-se um estudo descritivo e explicativo, quantitativo e documental. A amostra está composta por companhias listadas na BM&FBOVESPA no período entre 2011 e 2015, sendo que foram excluídos os bancos, companhias de seguros e *holdings* e algumas empresas que apresentaram insuficiência de dados, deixando a amostra composta por 136 empresas. Os dados foram coletados no *Bloomberg*® e o método utilizado foi regressão *pooled OLS* com auxílio do *software* STATA®. A variável dependente, Gerenciamento de Resultados, foi estimada pelo modelo de Jones Modificado (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995), e a independente, excesso de confiança e otimismo, com adaptação de uma medida proposta por Malmendier e Tate (2005). Segundo os autores, se o CEO é excessivamente confiante e otimista o número de ações adquiridas pela empresa que atua é maior quando em comparação com número de ações vendidas, medida chamada de *net buyer* (comprador habitual), pois este acredita que a empresa é suficientemente propensa a resultados favoráveis, subestimando seus riscos. Além destas, foram tratadas como variáveis explicativas o crescimento, desempenho, alavancagem, tamanho e setor da economia. Os resultados sugerem que o excesso de confiança e otimismo está relacionado positiva e significativamente com o gerenciamento de resultados, ou seja, CEOs mais excessivamente confiantes e otimistas gerenciam mais seus resultados, e estes achados estão de acordo com pesquisas realizados em outros países. Além disso, foi verificada significância estatística na relação com gerenciamento de resultados das seguintes variáveis: desempenho, alavancagem, tamanho e os setores de Bens Industriais, Materiais Básicos, Saúde, Tecnologia da Informação, Telecomunicações e Utilidade Pública. De toda forma, as conclusões aqui verificadas contribuem para instigar novas pesquisas que aprofundem a influência de aspectos comportamentais sobre a tomada de decisão da gestão.

Palavras-chave: Excesso de Confiança e Otimismo. Gerenciamento de Resultados. Teoria das Escolhas Contábeis. CEO.

ABSTRACT

The objective of this research is to verify the influence of overconfidence and optimism on the management of results in companies listed on BM&FBOVESPA between 2011 and 2015. The theoretical framework is structured in order to approach the basic theory (Theory of Accounting Choices), the earnings management and the biases of overconfidence and optimism. To reach the objective, a descriptive and explanatory, quantitative and documentary study was carried out. The sample is comprised of companies listed on the BM&FBOVESPA between 2011 and 2015, excluding banks, insurance companies and holding companies and some companies that presented insufficient data, leaving the sample composed of 136 companies. The data were collected in Bloomberg® and the method used was pooled OLS regression with the aid of STATA® software. The dependent variable, Earnings Management, was estimated by the Modified Jones model (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995), and the independent, overconfidence and optimism, with adaptation of a measure proposed by Malmendier and Tate (2005). According to the authors, if the CEO is overconfident and optimistic the number of shares acquired by the company that acts is greater when compared to the number of shares sold, measure called net buyer, since the latter believes that the company is sufficiently prone to favorable outcomes, underestimating their risks. Besides these, the growth, performance, leverage, size and sector of the economy were treated as explanatory variables. The results suggest that overconfidence and optimism are positively and significantly related to earnings management, that is, CEOs more overconfident and optimistic manage their results more, and these findings are in line with research conducted in other countries. In addition, statistical significance was verified in the relation with earnings management of the following variables: performance, leverage, size and the sectors Industrial, Basic Materials, Health, Information Technology, Telecommunications and Public Utility. In any case, the conclusions verified here contribute to instigate new research that deepens the influence of behavioral aspects on management decision making.

Key words: Overconfidence and Optimism. Earnings Management. Theory of Accounting Choices. CEO.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1: LIMITES ENTRE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E FRAUDE CONTÁBIL	22
FIGURA 2: MODALIDADES DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	24
FIGURA 3: ABORDAGEM GERAL PARA O CÁLCULO DE ACCRUALS TOTAIS	26
FIGURA 4: PRINCIPAIS MODELOS DE DETECÇÃO DE <i>ACCRUALS</i>	27
FIGURA 5: VARIÁVEIS CONDICIONANTES PARA GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	41
FIGURA 6: DISTRIBUIÇÃO SETORIAL DAS EMPRESAS DA AMOSTRA.....	48

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA.....	36
TABELA 2: ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS DO MODELO JONES MODIFICADO (1995).....	44
TABELA 3: RESULTADOS DA REGRESSÃO (<i>POOLED OLS</i>) - MODELO JONES MODIFICADO (1995).....	45
TABELA 4: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DE AD	46
TABELA 5: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DO MODELO [2.8]	47
TABELA 6: TESTE DE NORMALIDADE DOS DADOS DA PESQUISA	49
TABELA 7: MATRIZ DE CORRELAÇÃO DOS DADOS DA PESQUISA.....	50
TABELA 8: RESULTADOS DA REGRESSÃO (<i>POOLED OLS</i>) - MODELO [2.8], DA VS ECO	53
TABELA 9: DIAGNÓSTICO DO MODELO [2.8] EM PAINEL	54
TABELA 10: RESULTADOS DA REGRESSÃO (<i>POOLED OLS</i>), ERROS PADRÃO ROBUSTOS - MODELO [2.8], DA VS ECO	55

LISTA DE SIGLAS

BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CMPF	Custo Médio Ponderado Fixo
DFC	Demonstração dos Fluxos de Caixa
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
GR	Gerenciamento de Resultados
HME	Hipótese de Mercados Eficientes
ICPC	Interpretações e Orientações Técnicas e Contábeis
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
PEPS	Primeiro que Entra, Primeiro que Sai
TEC	Teoria das Escolhas Contábeis
UEPS	Último que Entra, Primeiro que Sai

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA	15
1.2	OBJETIVOS	15
1.2.1	Objetivo Geral	15
1.2.2	Objetivos Específicos	15
1.3	JUSTIFICATIVA	16
1.4	ESTRUTURA DO TRABALHO	18
2	REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1	TEORIA DAS ESCOLHAS CONTÁBEIS	19
2.2	GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	22
2.3	FINANÇAS COMPORTAMENTAIS: EXCESSO DE CONFIANÇA E OTIMISMO ...	32
3	METODOLOGIA	35
3.1	DEFINIÇÃO E CARACTERÍSTICAS DA PESQUISA	36
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA	36
3.3	VARIÁVEIS DA PESQUISA	37
3.3.1	Variável dependente: Gerenciamento de Resultados	38
3.3.2	Variável independente: Otimismo e Excesso de Confiança	38
3.3.3	Variáveis de Controle	40
3.4	MODELO ECONOMETRICO E TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS	42
3.5	LIMITAÇÕES DA PESQUISA	43
4	ANÁLISE DOS DADOS	43
4.1	GERENCIAMENTO DE RESULTADOS – <i>ACCRUALS</i> DISCRICIONÁRIOS (AD) ..	44
4.2	<i>ACCRUALS</i> DISCRICIONÁRIOS VS EXCESSO DE CONFIANÇA E OTIMISMO ...	46
4.2.1	Análise descritiva	46
4.2.2	Análise de correlação	48

4.2.3	Análise de dados em painel.....	52
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
	REFERÊNCIAS	60
	APÊNDICE A - RESULTADO DA REGRESSÃO (<i>POOLED OLS</i>) - MODELO [2.8], COM VARIÁVEL SINAL	69
	APÊNDICE B - REGRESSÕES DO MODELO [2.8], COM COM DIAGNÓSTICO DE PAINEL.....	70
	APÊNDICE C – MNEMÔNICOS <i>BLOOMBERG</i> DAS VARIÁVEIS.....	71

1 INTRODUÇÃO

A Teoria de Finanças teve da concepção ao seu desenvolvimento, a incorporação de importantes trabalhos como Markowitz (1952, 1959), Modigliani e Miller (1958), Sharpe (1963, 1964) e Fama (1970). Markowitz (1952, 1959) trouxe em seus trabalhos, uma regra prática para investidores racionais fazerem sua alocação de recursos em carteiras de investimento. Modigliani e Miller (1958) pressupõem eficiência de mercado e racionalidade perfeita dos agentes, para então demonstrar que o valor da empresa independe de sua estrutura de capital. Com base nas premissas de que os investidores são racionais, Sharpe (1963, 1964) formulou um modelo para avaliar ativos em condição de risco, o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Por sua vez, Fama (1970) formalizou um mercado eficiente, tratando em essência do comportamento de mercado como sendo racional. Em resumo, os pressupostos básicos destas teorias modernas são de que os agentes utilizam uma função de utilidade para maximizar seu bem-estar, são avessos ao risco e racionais (Castro Junior & Famá, 2002). Esses estudos apresentam diversas abordagens que buscam resolver problemas específicos, porém de um modo geral, desconsideram a limitação quanto à racionalidade dos agentes, baseando-se no paradigma da racionalidade.

Resende, Oliveira e Reis Neto (2008) afirmam que, do ponto de vista da psicanálise, a mente humana é um sistema em busca do pleno equilíbrio. Os autores destacam em seu trabalho a teoria freudiana, que por sua vez descreve a existência de um extrato psíquico, capaz de influenciar as atitudes das pessoas, denominado “inconsciente”, e cujas razões não podem ser explicadas pelas contingências culturais, cognitivas, nem mesmo na compreensão racional do comportamento humano.

Monsma (2000) aponta que as organizações não têm vida ou vontade própria, ou seja, agem por meio da ação de indivíduos, segundo seus objetivos particulares. Os objetivos dos indivíduos podem ser caracterizados como destrutivos, conforme Kets de Vries (1995), que destaca o exibicionismo, a grandiosidade, o desejo de controlar e a manipulação como alguns fatores comportamentais presentes em todos. No contexto das decisões econômicas, a racionalidade do indivíduo é discutida há tempos, Simon (1957) por exemplo, com a Teoria da Racionalidade Limitada, discute a racionalidade limitada

do investidor bem como a adoção da psicologia como um aspecto para compreender melhor esse comportamento (Famá, Cioffi & Coelho, 2008).

Tendo de um lado a racionalidade como uma premissa básica para as Teorias de Finanças, e do outro, diversos estudos realizados por psicanalistas e psicólogos, apontando que a racionalidade não é o centro do pensamento humano, está inserida na intersecção as Finanças Comportamentais, com o objetivo não de derrubar, mas aprimorar a Teoria Tradicional de Finanças, incorporando aspectos psicológicos dos indivíduos (Halfeld & Torres, 2001; Kimura, 2003; Silva, Piccoli, Cruz & Clemente, 2014).

Segundo Yoshinaga e Ramalho (2014) o trabalho seminal das Finanças Comportamentais foi o dos psicólogos israelenses Kahneman e Tversky (1979). Neste estudo os autores questionam pressupostos das teorias clássicas como a racionalidade, a utilidade esperada e aversão ao risco, e pretendendo testar as atitudes dos investidores do mercado financeiro, eles problematizaram situações para diferentes grupos de pessoas levando a tomar decisões com base em benefícios e riscos. A partir deste estudo nasce um dos mais importantes conceitos das Finanças Comportamentais: a aversão à perda (Halfeld & Torres, 2001; Castro Junior & Famá, 2002; Haubert, Lima & Herling, 2012; Barros & Felipe, 2015).

Ainda em seu estudo Kahneman e Tversky (1979) ao criticar a racionalidade, supõem que os investidores adotam heurísticas e processos mentais enviesados, baseando-se em estereótipos (conservadorismo, excesso de confiança, exibicionismo, entre outros) levando a incompatibilidades com a Hipótese de Mercados Eficientes - HME (Kimura, 2003). Diversos padrões de comportamento são analisados desde então, chamados de vieses e heurísticas das Finanças Comportamentais, tais como: representatividade, efeito manada, aversão à perda, ancoragem, excesso de confiança e otimismo.

O excesso de confiança e otimismo, são vieses comportamentais presentes na literatura (Halfeld & Torres, 2001; Ferreira e Yu, 2003; Pimenta, Borsato e Ribeiro, 2012), estando ligados à tendência de os indivíduos superestimarem seus conhecimentos e habilidades. Halfeld e Torres (2001) apontam que os administradores e investidores de mercado, devido a crenças que têm em suas habilidades aliadas à formação acadêmica, estão induzidos a esse comportamento autoconfiante e otimista.

Para Kermani, Kargar e Zarei (2014), sendo os gestores excessivamente confiantes e otimistas, e dado que estes têm acesso aos resultados podendo medir a eficiência da empresa antes da divulgação efetiva, pode-se esperar que, se eles não conseguem atingir o lucro e a eficiência desejada, os gestores tenderiam a manipular o lucro da empresa. Neste sentido, o objetivo do presente trabalho, é identificar a influência do excesso de confiança e otimismo sobre o gerenciamento de resultados em companhias listadas na BM&FBOVESPA.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

O problema a ser tratado consiste na verificação do efeito que vieses comportamentais, podem causar sobre as informações financeiras, a se medir pelo gerenciamento de resultados. Diante disto, propõe-se a questão a seguir: qual a relação entre o excesso de confiança e otimismo dos gestores sobre o gerenciamento de resultados em companhias listadas na BM&FBOVESPA?

1.2 OBJETIVOS

Os objetivos que norteiam a pesquisa estão dispostos a seguir em objetivo geral e objetivos específicos.

1.2.1 Objetivo Geral

Com o desejo de responder à questão de pesquisa, o objetivo geral é verificar a influência do excesso de confiança e otimismo sobre o gerenciamento de resultados em companhias listadas na BM&FBOVESPA no período de 2011 a 2015.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para chegar ao objetivo geral, são propostos os seguintes objetivos específicos:

- I. Selecionar e aplicar um modelo para identificar o excesso de confiança e otimismo dos CEOs (*Chief Executive Officer*) das companhias listadas na BM&FBOVESPA;

- II. Mensurar a prática de gerenciamento de resultado nas companhias da amostra;
- III. Avaliar a relação entre excesso de confiança e otimismo e o gerenciamento de resultados de companhias brasileiras de capital aberto.

1.3 JUSTIFICATIVA

O gerenciamento de resultados surge do comportamento oportunístico do gestor, ou seja, quando há julgamento sobre as informações financeiras a fim de manipular resultados contábeis, iludindo assim investidores sobre o desempenho econômico das empresas (Healy & Wahlen, 1999). Essa manipulação é realizada através manutenção de *accruals* (que é a diferença entre o lucro financeiro e econômico), originados na contabilização de, por exemplo, depreciação e inventário por diferentes métodos e também no reconhecimento de provisões de perdas com contas a receber, para fins de otimizar os objetivos da gestão, sejam eles pessoais e/ou profissionais ou estratégico para a reputação da empresa no mercado acionário.

O lucro reportado afeta o processo decisório de investidores e credores, portanto gestores manipulam seus resultados de acordo com o comportamento destes usuários em relação às informações divulgadas (Rajgopal, Shivakumar & Simpson, 2007), logo é importante detectar determinadas atitudes da gestão para redução de assimetria informacional. Para Martinez (2008), não há nada de errado com o registro de *accruals*, o problema surge justamente quando há intenção por parte da gestão, em aumentá-los ou diminuí-los discricionariamente com o objetivo de manipular o lucro divulgado.

Segundo Cavalheiro (2015) diversos pesquisadores têm voltado sua atenção para a compreensão do indivíduo e seu processo de tomada de decisão financeira. O autor critica que o comportamento financeiro está pautado em pressupostos que excedem os limites da racionalidade esperada, contrários aos da Teoria Tradicional de Finanças, indicando que pesquisadores deveriam incluir em suas análises, variáveis comportamentais.

A literatura nacional existente sobre gerenciamento de resultados se manteve crescente desde o início do século, com diversos estudos empiricos que adicionam fatores e resultados a literatura da área como: Martinez (2001), Fuji (2004), Santos e

Paulo (2006), Paulo (2007), Paulo, Martins e Corrar (2007), Baptista (2008), Vasconcelos, Miyashiro, Reis e Paulo (2008), Nardi e Nakao (2009), Silva, Galdi e Teixeira (2010), Avelar e Santos (2011), Santos, Verhagem e Bezerra (2011), Ferreira, Martinez, Costa e Passamani (2012), Almeida, Lopes e Corrar (2013), Dantas, Galdi, Capelletto e Medeiros (2013), Dallabona, Martins e Klann (2014), Reis, Lamounier e Bressan (2015), Martins, Paulo e Monte (2016), Mazzioni, Prigol, Moura e Klann (2016), entre outros. Apesar de crescente não foi encontrado na literatura nacional estudos que incorporem variáveis baseadas em vieses cognitivos dos gestores.

Por outro lado, na literatura internacional é possível verificar estudos como o de Ge, Matsumoto, e Zhang (2011), Hilary e Hsu (2011), Schrand e Zechman (2012), Bouwman (2014), Kermani *et al.* (2014), entre outros, que em diferentes populações testaram a influência de vieses, mais especificamente nestes casos o excesso de confiança e otimismo, sobre as decisões financeiras e a prática de gerenciamento de resultados. Nota-se portanto, na escassez de estudos que trabalhem vieses cognitivos e gerenciamento de resultados em âmbito nacional, a oportunidade para a verificação da influência de vieses sobre o gerenciamento de resultados em companhias brasileiras.

Desvios no comportamento racional são intrínsecos da natureza humana, e faz-se necessário então considerá-los ao tentar entender a tomada de decisão do indivíduo, dado que gestores possuem a tendência de desenvolverem características comportamentais que podem influenciar significativamente o processo de tomada de decisão (Barros & Silveira, 2008). Nesse sentido as Finanças Comportamentais vêm estudar de que modo os vieses cognitivos e as emoções são capazes de influenciar as decisões dentro do mercado financeiro (Halfeld & Torres, 2001) e dentre os vários vieses abordados na literatura, destacam-se o excesso de confiança e otimismo.

No processo de tomada de decisão empresarial, estudar o efeito do excesso de confiança e otimismo é relevante dado que, para tomar decisões complexas e que envolvam risco os indivíduos utilizam de atalhos mentais (Kahneman & Tversky, 1974) e tendem a de fato ser excessivamente confiantes e otimistas (Kahneman & Tversky, 1974; Hackbarth, 2008). Outra evidência que motiva esse estudo é que segundo Hackbarth (2008), gestores mais otimistas apresentam a tendência de acreditarem que suas decisões financeiras são melhores do que de fato são. Ainda neste sentido, Schrand e Zechman (2012) argumentam que as expectativas excessivamente otimistas sobre o

desempenho futuro levam os gestores a se envolverem involuntária ou intencionalmente com gerenciamento de resultados.

Neste contexto, a contribuição desta pesquisa dá-se ao fato de que colabora com aspectos teóricos ao tema, buscando descrever e identificar a influência dos vieses de excesso de confiança e otimismo sobre o gerenciamento de resultados em companhias listadas na BM&FBOVESPA. Por fim, sua contribuição social e empírica deve-se ao fato de propiciar aos usuários da informação contábil, informações relevantes para o processo de tomada de decisão, através de estudos que abordem tais aspectos no contexto nacional.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente trabalho estrutura-se em cinco capítulos. Este primeiro contempla a introdução, com uma visão geral do tema estudado, a definição do problema, objetivos da pesquisa e suas justificativas. No segundo capítulo, é desenvolvida a revisão da literatura, dividida em três tópicos: i) Finanças Comportamentais, com histórico, definições e conceitos, especificamente quanto ao excesso de confiança e otimismo; ii) teoria das escolhas contábeis, base teórica para aplicação do presente trabalho e; iii) gerenciamento de resultados, com evidências empíricas sobre esta temática. O capítulo seguinte trata dos procedimentos metodológicos que orientam a pesquisa, contemplando o delineamento do trabalho, população e amostra, o modelo testado e técnicas para tratamento e análise dos dados. No quarto capítulo realiza-se a análise e apresentação dos resultados e, por fim, são feitas considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo apresenta a Teoria das Escolhas Contábeis, evidenciando a relação desta com fundamentos teóricos e definições dos vieses de excesso de confiança e otimismo (ECO) e gerenciamento de resultados, bem como uma revisão da literatura na área.

2.1 TEORIA DAS ESCOLHAS CONTÁBEIS

A Teoria das Escolhas Contábeis (TEC) busca como e o porquê da escolha de diferentes práticas ainda que para um mesmo evento econômico. Fields, Lys e Vicent (2001) definem que escolha contábil é qualquer decisão que visa influenciar o resultado contábil, incluindo não apenas demonstrações financeiras publicadas de acordo com o *Generally Accepted Accounting Principles* - GAAP, mas também retornos de impostos e questões regulatórias. Adicionalmente, os autores argumentam que é praticamente impossível eliminar a flexibilidade das normas contábeis e explicam que o objetivo do gerenciamento de resultados é a chave para estas suas definições no âmbito de decisões reais.

Francis (2001) critica a ‘definição’ de Fields *et al.* (2001), alegando que esta é pouco objetiva, pois os autores fornecem muitas características e exemplos sobre o assunto sem uma definição direta e limitada, sugerindo que as escolhas podem abranger tanto gestores, como auditores, membros do comitê de auditoria entre outros membros internos, ou seja, não apenas daqueles que têm acesso ao sistema contábil. Silva (2008) também faz críticas a abrangência, expondo que as escolhas podem representar diversas práticas de contabilização dentro dos limites legais.

Empresas podem optar por práticas diferentes mesmo quando se tratando de um mesmo evento econômico, devido a vazios nas normas contábeis e legislação tributária (Cabello, 2013). Dentre as práticas contábeis voluntárias, são dadas como exemplo: métodos de depreciação (linear, com base na vida útil do bem, *versus* acelerada, com base o desgaste do bem); método de controle de estoque (Primeiro que Entra, Primeiro que Sai – PEPS *versus* Último que Entra, Primeiro que Sai – UEPS *versus* Custo Médio Ponderado Fixo – CMPF); apropriação de juros (ativo ou despesa); entre outros. Entretanto há casos em que as decisões dos gestores ultrapassam os limites legais na informação reportada, as chamadas fraudes, com a finalidade de demonstrar, por exemplo, lucro maior ao investidor ou lucro menor para o fisco, mas tal ato ilícito pode ocasionar problemas por vezes jurídicos ao gestor e à empresa.

Silva, Martins e Lemes (2016) apontam que diversas pesquisas que estudam fatores motivacionais para a realização das escolhas nem sempre são conduzidas sob a perspectiva racional (Carpenter & Feroz, 2001; Jaafar & Mcleay, 2007; Collin,

Tagesson, Andersson, Cato & Hanson 2009; Cole, Branson & Breesch, 2013; Haller & Wehrfritz, 2013; Nobes & Perramon, 2013; Stadler & Nobes, 2014; Pinto, Martins & Silva, 2015). Isso se dá segundo os autores, pois na prática a pressão institucional influencia preferências e limita a capacidade cognitiva, trazendo por consequência, limites à capacidade de uma escolha racional na Contabilidade.

Segundo Fields *et al.* (2001) a TEC vem sendo utilizada em pesquisas relacionadas a comportamento oportunístico, governança corporativa, desempenho da firma, regulação e assimetria de informação. Em seu estudo, os autores analisaram os artigos publicados em três *journals* (*Journal of Accounting and Economics*, *The Accounting Review* e *Journal of Accounting Research*) com ênfase no tema das escolhas contábeis, separando as pesquisas sob três óticas que influenciam as escolhas dos gestores: i) custos de agência; ii) assimetria de informação; e iii) externalidades. Definindo tais itens como segue:

- i) **Custos de agência:** Custos incorridos com o objetivo de reduzir o conflito entre as partes (principal e agente). Segundo Saito e Silveira (2008) se principal e agente agem em prol de suas utilidades pessoais, o agente não agirá segundo os interesses do principal, assim, gestor e acionista, poderiam reduzir as divergências monitorando as atividades de executivos e estabelecendo incentivos com remuneração de diretores, gestores e demais membros do conselho da administração. Estes seriam os chamados custos de agência, e segundo Jensen e Meckling (1976) eles seriam: custos de elaboração de contratos entre principal e agente, despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal, gastos realizados pelo agente para assegurar ao principal que seus atos não são prejudiciais a ele e perdas residuais;
- ii) **Assimetria de informação:** Esta ótica analisa o retorno dos preços em relação ao número contábil, se o valor da empresa ou o custo de capital é alterado conforme a mudança contábil e também a eficiência contábil. Neste sentido está associada à relação entre gestor e investidor, pressupondo que o primeiro tem mais informações que o segundo.
- iii) **Externalidades:** Segundo Cabello (2013), externalidades são impactos, positivos ou negativos dependendo das ações tomadas pela empresa,

gerados àqueles que não participam das decisões diretamente, como terceiros e itens não contratuais.

Esses fatores existem devido imperfeições no mercado, que faz com que a informação não seja única, livre da discricionariedade, senão não haveria função para a contabilidade tampouco para as escolhas contábeis. Ao fim de seu trabalho, Fields *et al.* (2001) concluem que seu estudo fez progressos limitados na definição no entendimento das escolhas contábeis, devido à limitação nos desenhos de pesquisa dos artigos analisados, bem como ao fato dos estudos tratarem de replicações ao invés de aperfeiçoar o nível de conhecimento de ferramentas, em especial ao gerenciamento de resultados.

Para Silva *et al.* (2016) pesquisas sobre escolhas contábeis, (Holthausen & Leftwich, 1983; Holthausen, 1990; Bowen, Ducharme & Shores, 1995; 1999; Fields *et al.* 2001; Badertscher, Collins & Lys, 2012) têm dado foco a aspectos contratuais e econômicos, buscando assim explicações para a realização de escolhas contábeis para alcançar a eficiência das empresas (comportamento eficiente) ou os objetivos dos agentes envolvidos (comportamento oportunístico). Segundo Perlingeiro (2009) escolha contábil eficiente (*Efficient Accounting Choise*) tem por objetivo aumentar o valor da empresa, enquanto a escolha contábil oportunística (*Opportunistic Accounting Choise*) é aquela em que mediante diferentes métodos contábeis o gestor (por exemplo) opta por melhorar seu bem-estar às custas de outras partes relacionadas.

Neste sentido, Christie e Zimmerman (1994) apontam que as escolhas sob a ótica oportunística se dão pela opção da gestão por métodos contábeis que aumentem o lucro por duas razões: para aumentar a remuneração por meio de planos que baseiam o pagamento dos executivos nos ganhos reportados, como planos de remuneração gerencial e; para reduzir a possibilidade de o CEO (*Chief Executive Officer*) ser removido, consequência de baixo desempenho operacional por exemplo. Assim se os diretores se apoiam em resultados contábeis para remunerar e demitir CEOs, estes teriam incentivos para exercer sua discricionariedade e manipular os resultados escolhendo métodos que aumentem os lucros.

Segundo Perlingeiro (2009) o problema da discricionariedade repousa no fato de que não há clareza para assegurar que determinado ato é legal ou não, dado que os

GAAP não informam aos gestores o que é normal ou extremo. McKee (2005) e Zendersky (2005) apresentam essa indicação conforme a Figura 1 seguinte:

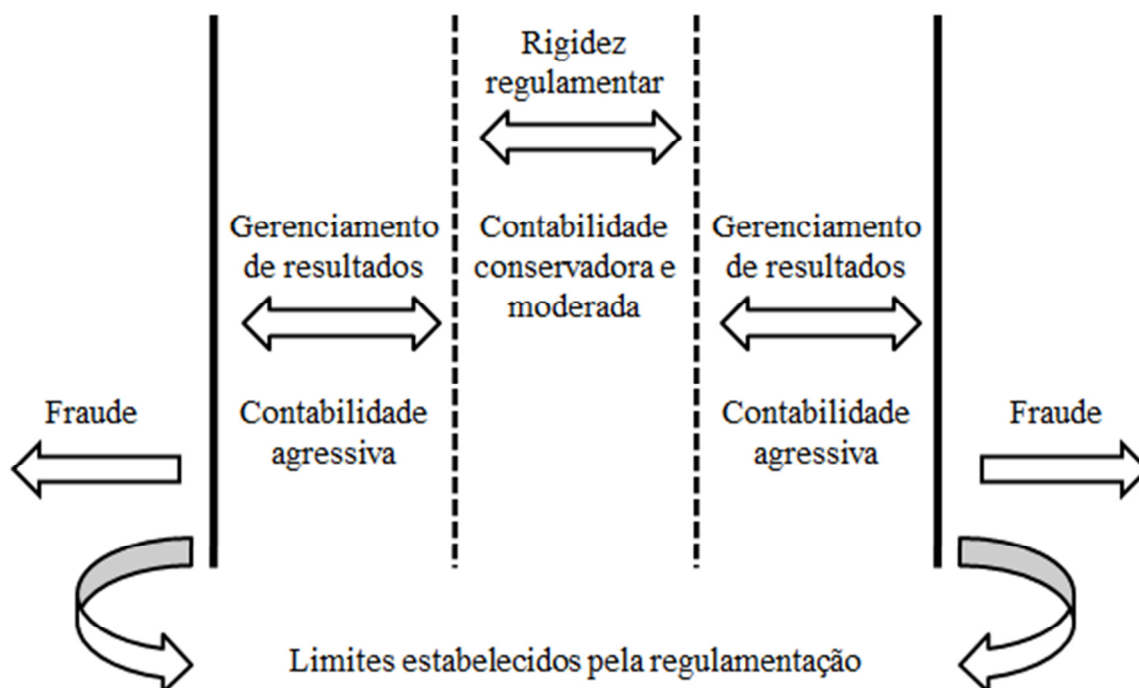


Figura 1: Limites entre Gerenciamento de Resultados e Fraude Contábil

Fonte: adaptado de McKee (2005); Zendersky (2005)

Para McKee (2005) o intuito principal da fraude é a tentativa de enganar, ou seja, agir com o propósito de lesar a outra parte, beneficiando a si ou prejudicando a vítima, excedido o limite do legal ante os princípios e normas. O que separa a fraude da escolha legal é o grau com que a escolha é realizada, seja ela mais conservadora, moderada ou agressiva ainda dentro dos limites legais (Perlingeiro, 2009).

Conclui-se assim que diferentes escolhas contábeis, sejam estas moderadas, conservadoras ou agressivas, são adotadas por vezes para atingir os objetos da gestão, e esses procedimentos estão ligados ao gerenciamento de resultados. A próxima seção abordará a relação entre a TEC e o gerenciamento de resultados, trazendo um panorama das implicações para este estudo.

2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

A literatura sobre escolhas contábeis faz críticas ao ato discricionário da gestão de manipular os resultados, permitida devido à flexibilidade das normas, a fim de obter

vantagens por meio de diferentes técnicas contábeis (Fields *et al.* 2001). Tal ato discricionário é conhecido como gerenciamento de resultados (GR).

Schipper (1989, p. 92) define o GR com sendo uma “intervenção proposital no processo de informação financeira externa, com o intuito de obter algum ganho privado”. Para o autor, o GR pode ser analisado sob duas óticas: i) informacional, quando o gerenciamento tem a finalidade de revelar informações sobre o valor da empresa; e ii) do lucro econômico, que é quando o gerenciamento é consequência do ato oportunístico do gestor.

Healy e Wahlen (1999, p 368) por sua vez definem o GR como o ato “quando gestores utilizam de julgamento nos reportes financeiros e atividades operacionais para alterá-los tanto para iludir alguns stakeholders sobre o desempenho econômico da companhia como para influenciar resultados contratuais que dependem de números contábeis reportados”.

Mohanram (2003) adiciona ao colocar que GR diz respeito à alteração intencional, somente para modificar os números contábeis que seriam diferentes na ausência de qualquer manipulação. Complementarmente, Dechow e Skinner (2000) criticam que esta manipulação (gerenciamento de resultados) é distinta de fraude contábil, pois segundo eles esta caracteriza-se por práticas que ferem os princípios e normas contábeis geralmente aceitos, com a finalidade de iludir stakeholders.

Segundo Seidler e Decourt (2014), os trabalhos de Schipper (1989) e Healy e Wahlen (1999) foram os primeiros a trazer a temática de gerenciamento de resultados com relevância no meio acadêmico internacional, impulsionando também pesquisas nacionais como as de Martinez (2001), Fuji (2004), entre outros.

Martinez (2001) define o GR como o manuseio de práticas dentro dos limites legais (legislação societária), diferentemente de fraude que o autor caracteriza como quando a prática excede e viola as leis vigentes. Em todos estes casos os autores orientam que o GR não pode ser confundido com fraude contábil, regida por atos ilegais que não refletem a realidade econômica da empresa, por isso é necessário cautela na adoção de diferentes práticas para não escapar do que é recomendado pelas normas.

Martinez (2001) evidencia três modalidades de gerenciamento de resultados, conforme demonstrado na Figura 2:

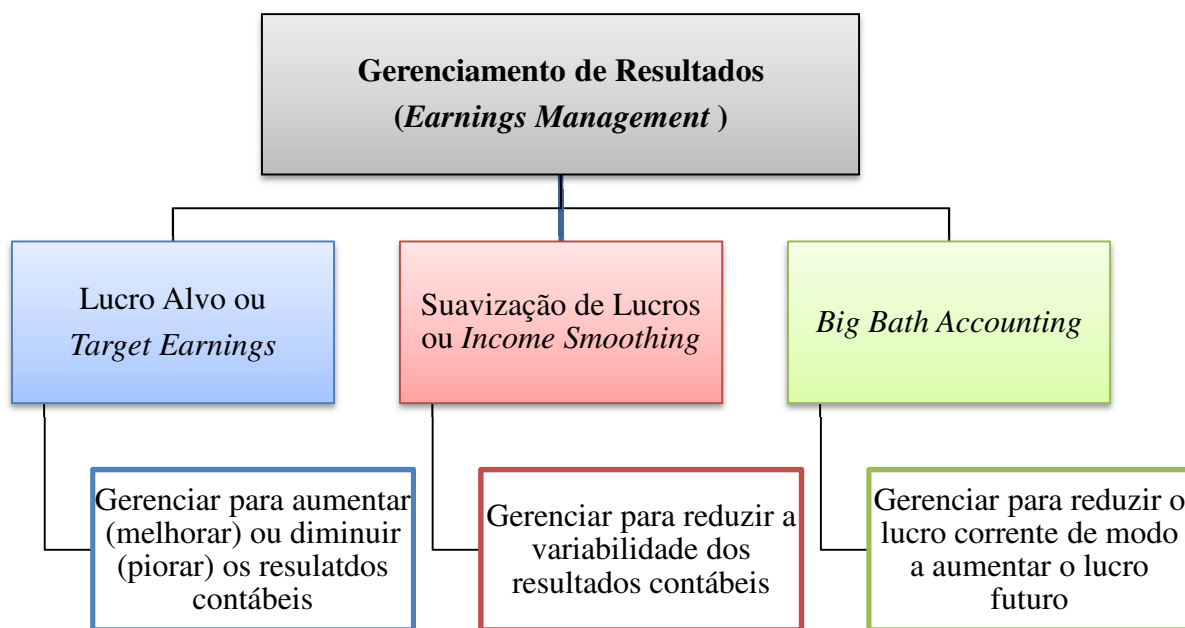


Figura 2: Modalidades de Gerenciamento de Resultados

Fonte: adaptado de Martinez (2001)

Na primeira modalidade, Lucro Alvo ou *Target Earnings*, o objetivo é gerenciar o resultado para atingir uma determinada meta, seja ela aumentar ou diminuir o resultado do período. Goulart (2007, p. 50) exemplifica colocando que o gestor tende a agir neste sentido, quando a empresa vier a apurar prejuízo, postergando então o reconhecimento de perdas para assim apresentar um lucro (positivo) ainda que pequeno. Raman, Shivakumar e Tamajo (2013) analisaram como as decisões de aquisição de empresas são influenciadas pela qualidade da informação nos resultados alvos de empresas, obtendo indícios de que os licitantes preferem negociar aquisições que envolvam baixos resultados, mesmo sabendo que existe assimetria de informação nas negociações.

A Suavização de Resultados ou *Income Smoothing*, por sua vez, tem o objetivo de reduzir a variabilidade dos resultados divulgados ao longo do tempo, mantendo o resultado estável e não flutuante. Esta prática consiste em fazer uma espécie de estocagem de lucros durante os anos de bom desempenho de lucros e utilizá-los em anos de desempenho ruim. Baioco, Almeida e Rodrigues (2014) investigaram se incentivos advindos da regulação de mercados exerce alguma influência sobre o nível de suavização de resultados, constatando que o processo de regulação fornece incentivos para menor intervenção nos resultados contábeis que procurem reduzir a variabilidade dos lucros divulgados ao mercado.

Por fim, o *Big Bath Accounting* é quando a prática tem por finalidade piorar os resultados atuais em prol de aumentar lucros futuros, em outras palavras, é o tratamento discricionário de itens contábeis para reduzir o lucro em um ano, quando sabe-se que a empresa está em um período ruim (Sunder, 2014). Paulo (2007) descreve que a utilização desta prática consiste em ‘guardar’ o lucro corrente para utilizá-lo em momentos de dificuldades financeiras. Sunder (2014) indica também que os gestores podem eleger o momento do *big bath* com a desculpa de que o ano foi ruim para o setor ou que algum desastre ocorreu na empresa.

Sendo o GR parte integrante da TEC, a adoção de práticas acontece por meio da manipulação de *accruals* ou acumulações totais, que é definido a diferença entre o resultado contábil e o fluxo de caixa da empresa. Martinez (2008, p. 8) cita que *accruals* diz respeito à contas de resultados que compoem o lucro, mas que não implicam em movimentação de disponibilidades. Isto se deve pelo registro das informações sob o Regime de Competência, em que têm-se registro da receita e despesa, independente do acontecimento do seu recebimento e pagamento, fato divergente segundo o Regime de Caixa.

Assim, através dos *accruals* é possível manipular as informações financeiras com a finalidade de, por exemplo, apresentar aos investidores um lucro maior. Entretanto, para Young (1999, p. 834) nem todas decisões que envolvem estimativas contábeis representam manipulação de resultado. Por esse motivo os *accruals* são separados em discricionários e não discricionários, sendo este último referente ao impacto das condições do próprio negócio, sem julgamento; já os discricionários refletem as ações de escolhas da administração.

A Figura 3 apresenta um modelo de cálculo dos *accruals* sob a abordagem do Fluxo de Caixa, em que os valores das contas são extraídos da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), e sob a abordagem do Balanço, em que os valores são extraídos do Balanço Patrimonial:

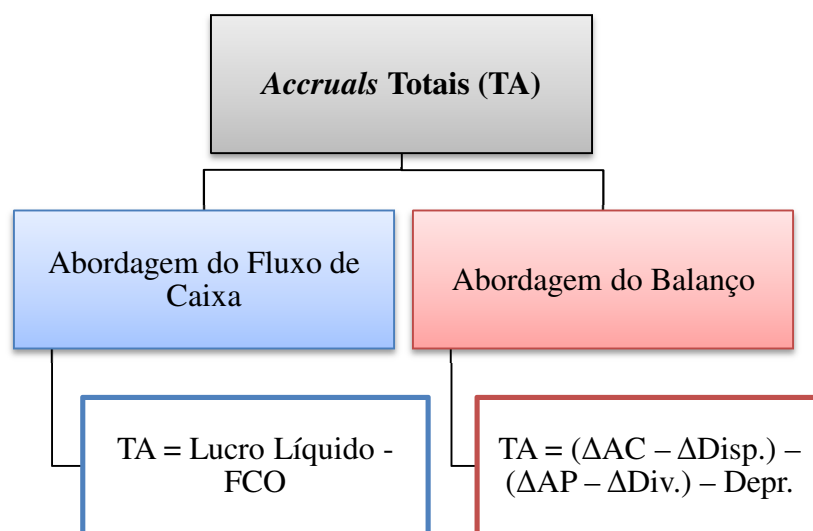


Figura 3: Abordagem geral para o cálculo de accruals totais

Fonte: adaptado de Hribar e Collins (2002); Baptista (2010)

Na abordagem do Fluxo de Caixa, FCO corresponde ao fluxo de caixa operacional, e na abordagem do Balanço, ΔAC corresponde à variação do ativo circulante, $\Delta Disp$ à variação das disponibilidades (caixa e equivalentes de caixa), ΔPC à variação do passivo circulante, ΔDiv à variação da dívida e Depr corresponde às despesas com depreciação, amortização e exaustão. Baptista (2010) aponta que o uso da abordagem do Balanço possibilita que os pesquisadores trabalhem com amostras maiores e séries temporais mais longas, e isso se reflete em pesquisas nacionais segundo a disponibilidade dos dados, pois a elaboração e divulgação da DFC passou a ser obrigatória para as S/A com a Lei nº 11.638 de 2007.

Estudos que abordam GR utilizam diversos modelos de mensuração destes *accruals* para capturar a presença do gerenciamento em função do conjunto de ações discricionárias dos gestores. A Figura 4 apresenta os principais modelos presentes na literatura para a mensuração de gerenciamento de resultados por meio destes *accruals* conforme Machado e Beuren (2014, p. 21-23):

Modelo	Descrição
DeAngelo (1986)	Modelo para gerenciamento de resultados que pode ser visto como um caso especial do modelo de Healy (1985), pois computa as primeiras diferenças dos <i>accruals</i> totais, assume que as primeiras diferenças têm um valor esperado de zero sob a hipótese nula de não gerenciamento de lucros. Este modelo utiliza <i>accruals</i> totais do período passado como medida dos <i>accruals</i> não discricionários, os quais são considerados constantes de um período para o outro.
McNichols e Wilson (1988)	Fornecem uma expressão que mostra que os testes de gerenciamento de resultados podem produzir resultados potencialmente enganosos sob qualquer das duas condições: (i) quando os <i>accruals</i> não discricionários estão correlacionados com a variável utilizada para segmentar a amostra em grupos para diferentes comportamentos de gerenciamento de resultados previsíveis, (ii) quando os <i>accruals</i> discricionários são medidos com um grande erro.
Jones (1991)	Propõe um modelo que relaxa a suposição de que os <i>accruals</i> não discricionários são constantes. Seu modelo tenta controlar o efeito das variações da situação econômica de uma empresa em <i>accruals</i> não discricionários. Os resultados obtidos indicam que o modelo é bem sucedido em explicar cerca de um quarto da variação total dos acréscimos.
Jones Modificado (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995)	Aperfeiçoaram o modelo de Jones que também é conhecido como modelo de Jones Modificado (Dechow <i>et al.</i> , 1995), extraíndo as contas a receber da parte não discricionária do modelo original. De acordo com Martinez (2001), Paulo (2007) e Baptista (2008), este modelo é o mais utilizado nas pesquisas em gerenciamento de resultados relativas à identificação e mensuração dos <i>accruals</i> .
Kang e Sivarama-krishnan (1995)	Os problemas dos modelos acima propostos para testar o gerenciamento de resultados relativos a simultaneidade, erros de mensuração de variáveis ou problemas com variáveis omitidas, são factíveis de diminuição de seu poder estatístico de comprovação e também podem distorcer as inferências sobre o gerenciamento de resultados. Os autores reduziram esses problemas por meio de um novo método, que ampliou o modelo de Jones Modificado (Dechow <i>et al.</i> , 1995), tornando o modelo de Jones ampliado e incluindo variáveis explicativas que reflitam a realidade econômica da empresa.
Pae (2005)	Complementa o modelo de Jones (1991) com a incorporação do fluxo de caixa operacional e <i>accruals</i> totais defasados para avaliar o impacto da (i) associação negativa entre <i>accruals</i> e fluxo de caixa simultaneamente, (ii) associação positiva entre <i>accruals</i> e fluxo de caixa defasados, e (iii) reversão de provisões. O objetivo está direcionado a melhorar o poder explicativo e preditivo do modelo de Jones.

Figura 4: Principais modelos de detecção de *accruals*

Fonte: Machado e Beuren (2014, p. 21-23)

De maneira geral os modelos de mensuração de gerenciamento seguem as seguintes etapas: i) levantar os *accruals* totais da empresa no período t em função das variáveis que representam os fatores relevantes que afetam o comportamento de *accruals* totais; ii) apurar os *accruals* não discricionários com base nos coeficientes encontrados e nos valores reais das variáveis explicativas e; iii) estimar os *accruals* discricionários pela diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários (Consoni, 2014).

Para levantar os *accruals* totais então, a operacionalização se dá pela variação da diferença entre ativo circulante operacional e passivo circulante operacional, deduzindo as despesas de depreciação, amortização e exaustão do período. A função está apresentada na Equação 2.1:

$$TA_{it} = \frac{(\Delta AC_{i,t} - \Delta Disp_{i,t}) - (\Delta PC_{i,t} - \Delta Div_{i,t}) - DDA_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad [2.1]$$

Em que,

TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t ;

$\Delta AC_{i,t}$ = variação do ativo circulante da empresa i no período $t-1$;

$\Delta Disp_{i,t}$ = variação das disponibilidades da empresa i no período $t-1$ para o período t ;

$\Delta PC_{i,t}$ = variação do passivo circulante da empresa i no período $t-1$ para o período t ;

$\Delta Div_{i,t}$ = variação das dividas de curto prazo da empresa i no período $t-1$ para o período t ;

$DDA_{i,t}$ = valor de depreciação e amortização da empresa i no período t ;

$A_{i,t-1}$ = total do ativo da empresa i no período $t-1$.

Para mensurar os *accruals* não discricionários e por conseguinte, estimar os discricionários, segundo Martinez (2001), Paulo (2007) e Baptista (2008) o modelo Jones Modificado (Dechow et al., 1995) é o mais utilizado em pesquisas de ambito internacional, ao buscar captar o gerenciamento de resultados por meio de *accruals*. Cabe demosntrar a seguir particularidades do modelo Jones (1991) e sua versão modificada por Dechow *et al.* (1995).

a) Modelo de Jones (1991)

Na estimação de *accruals* totais, este modelo surge através do aperfeiçoamento de modelos anteriores (Healy, 1985; DeAngelo, 1986; McNichols & Wilson, 1988), considerando que os *accruals* não discricionários são alterados de acordo com os efeitos

de condições econômicas. Para controlar esses efeitos, o modelo Jones (1991) é apresentado nas seguintes equações:

$$TA_{i,t} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta Receitas_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad [2.2]$$

$$NDA_{i,t} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta Receitas_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) \quad [2.3]$$

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t} \quad [2.4]$$

Em que,

$TA_{i,t}$ = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*;

$NDA_{i,t}$ = *accruals* não discricionários da empresa *i* no período *t*;

$DA_{i,t}$ = *accruals* discricionários da empresa *i* no período *t*;

$A_{i,t-1}$ = total do ativo da empresa *i* no período *t-1*;

$\Delta Receitas_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa *i* no período *t-1* para o período *t*;

$PPE_{i,t}$ = ativo imobilizado (bruto) somado ao intangível da empresa *i* no período *t*;

$\beta_1; \beta_2; \beta_3$ = coeficientes estimados pela regressão;

$\varepsilon_{i,t}$ = erro da regressão da empresa *i* no período *t* (*proxy* para gerenciamento de resultados).

Com este modelo observa-se que mudanças no nível das receitas impactam no capital de giro da empresa (contas a receber, contas a pagar e estoques); e também, mudanças no ativo imobilizado (bruto) e intangível estão refletidas em despesas com depreciação, e amortização. Ou seja, o modelo supõe que as variações nos *accruals* totais podem ser explicadas pelas variações na receita, bem como do ativo imobilizado e intangível da empresa. Cabe ressaltar que a inclusão do intangível no PPE se dá pelas seguintes razões: primeiramente devido as empresas de utilidade pública terem sido orientadas, com base no Interpretações e Orientações Técnicas e Contábeis (ICPC) 01 (R1) em 2009, a reclassificarem seus ativos Imobilizados (relacionados aos contratos de concessão) em Intangível, fazendo com que parte da captação dos *accruals* ficasse prejudicada no caso da não inserção desta variável no cálculo; e também pelo fato que o Intangível segue a lógica do Imobilizado no que tange à discricionariedade na contabilização, pois assim como os *accruals* podem ser manipulados por meio da depreciação, é possível também manipulá-los por meio da amortização; por estes

motivos e considerando que o DDA inclui amortização no cálculo, foi considerado Intangível no PPE. O erro do modelo representa a *proxy* de GR, entendido como uma variação não esperada de *accruals* (Jones, 1991). Assim, a estimação dos *accruals* discricionários é dado pela Equação 2.4:

b) Modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995)

Dechow *et al.* (1995) criticaram o modelo de Jones (1991) pelo fato de ele não reconhecer as receitas como objeto de gerenciamento, incorrendo assim em erro de classificação ao tratar *accrual* discricionário como *accrual* não discricionário. Para solucionar esta falha, os autores propõem a incorporação da variável contas a receber, buscando reduzir o efeito das vendas de longo prazo sobre a variação da receita. O modelo está demonstrado nas equações a seguir:

$$TA_{i,t} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta Receitas_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad [2.5]$$

$$NDA_{i,t} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta Receitas_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) \quad [2.6]$$

Em que,

$TA_{i,t}$ = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*;

$NDA_{i,t}$ = *accruals* não discricionários da empresa *i* no período *t*;

$A_{i,t-1}$ = total do ativo da empresa *i* no período *t-1*;

$\Delta Receitas_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa *i* no período *t-1* para o período *t*;

$\Delta CR_{i,t}$ = variação de contas a receber da empresa *i* no período *t-1* para o período *t*;

$PPE_{i,t}$ = ativo imobilizado (bruto) somado ao intangível da empresa *i* no período *t*;

$\beta_1; \beta_2; \beta_3$ = Coeficientes estimados pela regressão;

$\varepsilon_{i,t}$ = Erro da regressão da empresa *i* no período *t* (*proxy* para gerenciamento de resultados).

O sentido deste modelo é o mesmo do anterior, e Dechow *et al.* (1995) fizeram posteriormente comparações com modelos como Healy (1985), DeAngelo (1986) e Jones (1991) constatado que as alterações introduzidas ao seu modelo melhoravam a detecção do gerenciamento. Em vista disso, nesta pesquisa é utilizado o modelo Jones Modificado, de Dechow *et al.* (1995).

Healy e Wahlen (1999) analisam a prática de GR sob três motivações:

- i) **Motivações associadas ao Mercado de Capitais:** segundo esta ótica, os autores argumentam que os gestores podem ter o interesse de influenciar a percepção de mercado (investidores e credores) sobre a real condição da empresa, por meio do uso das demonstrações contábeis, que acabam se tornando veículo de informação assimétrica.
- ii) **Motivações Contratuais:** a ideia central é de que os contratos servem como instrumentos de monitoramento e regulação para determinados incentivos entre a administração e usuários externos. Entretanto eles não são capazes de prever comportamentos oportunistas da gestão pós-contrato (Piqueras, 2010). Neste sentido, Paulo (2007) indica que gestores podem manipular o resultado da empresa a fim de manter (ou adquirir) linhas de créditos para financiar projetos de investimento.
- iii) **Motivações relacionadas a Regulamentação Governamental:** diz respeito a incentivos associados ao manuseio do lucro de companhias que atuam em mercado de monitorados por agências de regulação, para atender objetivos específicos. Scholes, Wilson e Wolfson (1990), Collins, Shackelford e Wahlen (1995), Beaver, McNichols e Nelson (2003), Fuji (2004) e Cardoso (2005) estudaram setores monitorados por agências de regulação e encontraram evidências de manipulação para atingir as restrições impostas, evitando punições e multas.

Em vista de tais motivações, o ato da gestão de agir com discricionariedade está relacionado a escolhas que podem exercer influência sobre variáveis de desempenho econômico-financeiro, como por exemplo, alavancagem operacional e financeira, retorno sobre investimento em ativos, desempenho do lucro, entre outras. Dado que usuários se utilizam das informações financeiras para tomar decisões de investimento, os gestores podem estar motivados por interesses específicos, que tenderiam a levá-los à manipular seus resultados para atingí-los. Desta forma, vieses cognitivos podem exercer influência para o exercício da prática de gerenciamento. Na sessão seguinte é apresentado com detalhamento os vieses de excesso de confiança e otimismo, objeto de estudo desta pesquisa.

2.3 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS: EXCESSO DE CONFIANÇA E OTIMISMO

As teorias de Finanças, foram construídas a partir de uma abordagem microeconômica neoclássica, tendo como paradigma central a racionalidade dos agentes econômicos (Yoshinaga, Oliveira, Silveira & Barros, 2008), definição consistente com o conceito da Teoria da Utilidade Esperada (Von Neumann & Morgenstern, 1944), cujas premissas são de que os indivíduos tomam decisões totalmente racionais, são avessos ao risco e buscam a maximização da sua utilidade. Em virtude disso, pesquisadores têm voltado sua atenção a análise das fontes do processo de tomada de decisão financeira e essas análises apresentam indícios de que o comportamento financeiro baseia-se em pressupostos diferentes daqueles da teoria neoclássica (Vasilou & Daskalakis, 2009), e concluem que os pesquisadores deveriam incluir em suas análises variáveis comportamentais (Kale, Noe & Ramirez, 1991).

Pesquisadores na área da psicologia e afins, que estudam o comportamento humano, demonstram um vasto repertório de evidências experimentais acerca das distorções provocadas por agentes não racionais, das quais revelam vieses sistemáticos quando indivíduos formam suas crenças e preferências (Yoshinaga *et al.* 2008). Nesse mesmo sentido, questionando a natureza humana dos tomadores de decisão, estudos apontam que estes indivíduos estão sujeitos a vieses comportamentais que por vezes se afastam de uma decisão tida como racional. Ao adotar a premissa de que os tomadores de decisões e usuários das informações reportadas não detêm em plenitude a racionalidade, as Finanças Comportamentais passam a explicar desvios de comportamentos, tendo por base princípios econômicos, psicológicos e sociológicos (Thaler & Mullainathan, 2000).

Daniel Kahneman e Amos Tversky, psicólogos israelenses, nos anos de 1974 e 1979 publicaram trabalhos acerca da Teoria do Prospecto (*Prospect Theory*), estudo relevante para o desenvolvimento da linha de Finanças Comportamentais. A Teoria do Prospecto apresenta um modelo alternativo à Teoria da Utilidade Esperada (Von Neumann & Morgenstern, 1944), para descrever como as pessoas decidem frente a probabilidades arriscadas (Macedo Junior, 2003). Nela a aversão ao risco só ocorre em cenários de ganhos, porém quando apresentada a um indivíduo a possibilidade de perda,

este tende a ser propenso ao risco (Shefrin & Statman, 1985; Araújo & Silva, 2007; Dierkes, Erner & Zeisberger, 2010) sendo esta uma das principais críticas à Teoria da Utilidade Esperada.

Nesta vertente, diversas pesquisas enfatizam três efeitos distintos identificados por Kahneman e Tversky (1979), que são característicos de ilusões resultantes de processos cognitivos enviesados na tomada de decisão (Macedo Junior, 2003; Mineto, 2005; Rogers, Favato & Securato, 2008; Silva, Lagioia, Maciel & Rodrigues, 2009; Haubert, Lima & Lima, 2014; Barros & Felipe, 2015), sendo eles:

- i) Efeito certeza: segundo este, quando ganhar torna-se possível (mas não provável) as pessoas tendem a apostar maior valor, ou seja, as pessoas tendem a atribuir maior peso às possibilidades quem têm alta probabilidade de acontecer;
- ii) Efeito reflexo: os indivíduos em cenários de ganhos são avessos ao risco pois preferem ganho certo, entretanto Kahneman e Tversky (1979) descobriram que quando invertidos os sinais dos resultados, de ganhos para perdas, são propensos ao risco uma vez que não optam pela perda certa. Tal comportamento fere o pressuposto da Teoria da Utilidade Esperada de aversão ao risco;
- iii) Efeito isolamento: por este efeito entende-se que há uma tendência de as pessoas apresentarem preferências inconsistentes, para problemas iguais, porém apresentados de formas diferentes, um de cada vez.

Em suma, os trabalhos de Kahneman e Tversky (1974; 1979) desempenharam um importante papel no desenvolvimento das Finanças Comportamentais, sendo considerada base teórica para análise do comportamento dos investidores e tomadores de decisão em situações de risco. O objetivo das Finanças Comportamentais é tentar aperfeiçoar a Teoria Moderna de Finanças, considerando o comportamento e a irracionalidade dos indivíduos, dado que estes não agem de modo totalmente racional (Halfeld & Torres, 2001; Kimura, 2003; Silva *et al.* 2014).

Barros e Silveira (2008) apontam que pesquisas sobre o comportamento humano e psicologia, são capazes de revelar que os gestores e os investidores tendem a desenvolver características comportamentais que podem influenciar significativamente

os processos de decisões. Essas características são denominadas vieses cognitivos ou heurísticas comportamentais.

Os vieses e heurísticas compreendem atalhos mentais que facilitam o processo de tomada de decisão, gerando uma carga cognitiva mais leve (Kahneman, 2002), sendo bastante úteis no processo de tomada de decisão, mas podem levar a erros sistemáticos graves (Kahneman & Tversky, 1974), denominados vieses cognitivos, que afastam o indivíduo da racionalidade. Para Myers (2003) esses atalhos surgem devido escasso tempo para se processar as todas informações disponíveis frente à necessidade de tomar decisões, assim a solução é usar estes atalhos para que sejam mais simples as resoluções. Deste modo, faz-se importante compreender algumas características comportamentais dos indivíduos que podem influenciar nas decisões empresariais, e as duas características a serem abordadas neste trabalho são o excesso de confiança e otimismo.

Estudos indicam que o excesso de confiança e otimismo são características comuns dos gestores e que esses vieses cognitivos afetam suas decisões econômicas reais (Roll, 1986; Malmendier & Tate, 2005; Felleg, Moers & Renders, 2012). Barros e Silveira (2008) afirmam que o excesso de confiança está ligado ao fato de a pessoa superestimar seu conhecimento e habilidades e/ou a qualidade de informações capazes de obter. Por outro lado o otimista é apontado como aquele que crê na maior possibilidade de experiências positivas comparados a experiências negativas em sua rotina, mais ligadas a fatores externos (Barros & Silveira, 2008).

Griffin e Varey (1996) definem que o excesso de confiança é a tendência à superestimação do próprio conhecimento, ou seja, é o excesso de confiança na validade de seu julgamento, até mesmo quando não há uma hipótese ou resultado pessoalmente favorável. O excesso de confiança também é definido como um erro sistemático de julgamento no qual as pessoas superestimam sua própria acuidade (Schaefer, Williams, Goodie & Campbell, 2004; Dittrich, Guth & Maciejovsky, 2005) e a precisão do conhecimento (Dittrich *et al.* 2005). Portanto este viés refere-se a tendência do indivíduo superestimar seus conhecimentos, atributos e características, podendo levá-lo a pensar que é mais competente e habilidoso do que realmente é.

Heaton (2002) aponta que os gestores são otimistas quando, sistematicamente, superestimam a probabilidade de um bom desempenho da empresa e subestimam a

probabilidade de um mau desempenho. Consiste na expectativa favorável que os indivíduos têm sobre determinados eventos, uma vez que acreditam na possibilidade de realização dos seus objetivos, sendo uma orientação ligada a causas externas. De acordo com Lovallo e Kahneman (2003) o otimismo gera ao ser humano muito mais entusiasmo do que o realismo, tornando mais dificultosa uma avaliação adequada da realidade ante as tomadas de decisões. Embora sejam feitas estas distinções, pesquisas da psicologia e comportamentais assumem que estes vieses estão estreitamente relacionados entre si e aparecem em conjunto (Taylor & Brown, 1988; Barros & Silveira, 2008).

Contudo, a teoria moderna tem ignorado a influência de vieses comportamentais na modelagem do complexo processo decisório em ambientes organizacionais (Hackbarth, 2009). Uma das dificuldades reside em medir estes vieses e heurísticas, já que não é uma tarefa simples, pois tais comportamentos não são diretamente observáveis em informações públicas. Pesquisas têm tentado criar modelos com *proxies* que indiquem a presença destes vieses, entretanto não há na literatura consenso quanto à validade dos modelos, e na tentativa de contribuir com o assunto, Hill, Kern e White (2014) analisaram o conteúdo convergente e validade de sete medidas para aferição do excesso de confiança. Os autores concluíram que as medidas analisadas não apresentavam convergência, sugerindo que elas não medem o mesmo constructo, possivelmente devido as pesquisas trabalharem com dados secundários.

Dos modelos apresentados na literatura, destacam-se as pesquisas de Malmendier e Tate (2005; 2008), que construíram medidas de excesso de confiança e otimismo com base nas decisões pessoais das carteiras dos diretores. Os autores assumem que gestores excessivamente confiantes adquirem maior número de ações da companhia, ao passo que estão confiantes na sua capacidade de aumentar o valor das ações, calculando por meio da variação líquida das transações dos diretores com ações da própria companhia (Hribar & Yang, 2015). Esta pesquisa utiliza-se desta definição operacional, com alterações a serem apresentadas na sessão 3.3.2.

3 METODOLOGIA

Este capítulo apresenta o método e os procedimentos da pesquisa. Inicialmente, abordam-se as definições e características da pesquisa, delimitam-se a população e a

amostra, apresentam-se as variáveis e o desenho da pesquisa, as técnicas de análise dos dados e a descrição do modelo econométrico. No final, são evidenciadas as limitações da pesquisa.

3.1 DEFINIÇÃO E CARACTERÍSTICAS DA PESQUISA

Para identificar a influência dos vieses comportamentais, excesso de confiança e otimismo, sobre o gerenciamento de resultados de companhias listadas na BM&FBOVESPA, a pesquisa caracteriza-se quanto ao objetivo, como descritiva e explicativa. A pesquisa descritiva tem o propósito de descrever aspectos ou comportamentos de uma população/fenômeno específico, bem como, busca o estabelecimento de relações entre as variáveis (Gil, 2002) e a explicativa por sua vez, visa identificar fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência de fenômenos (Gil, 2002). Em relação à abordagem do problema, caracteriza-se como quantitativa, visto que por meio de técnicas matemáticas e estatísticas busca analisar as relações causais entre as variáveis (Martins, 2002). No que se refere a técnica de coleta de dados a pesquisa classifica-se como documental, que segundo Marconi e Lakatos (1991), sua característica é que sua fonte de dados esta restrita a documentos que podem ser escritos ou não, sendo que ter tal propriedade a caracteriza como fonte primária.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população a ser estudada foi composta por todas as companhias listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), utilizando a composição das empresas entre os anos de 2011 a 2015, correspondendo à 418 empresas. A seguir o Tabela 1 resume o filtro para a amostra.

Tabela 1:

Composição da amostra

População Total	418 empresas
(-) Bancos, companhias de seguros e <i>holdings</i>	143 empresas
(-) Insuficiência de dados para construção das variáveis	139 empresas
(=) Amostra final	136 empresas

Fonte: elaborado pelo autor

Para definição da amostra da pesquisa, foram excluídas 143 empresas, sendo bancos, companhias de seguros e holdings da população, devido apresentarem diferentes peculiaridades quanto à mensuração de variáveis, como alavancagem financeira e rentabilidade por exemplo. Também foram excluídas 139 empresas que não apresentaram todos os dados para levantamento das variáveis fundamentais da pesquisa, especialmente a mensuração da variável de excesso de confiança e otimismo que é apurada com dados referentes ao total de compra e venda de ações dos diretores. Cabe ressaltar também que o intervalo de tempo ficou reduzido a 2011-2015, pois na construção da variável referente o excesso de confiança e otimismo (ECO) os anos de 2010 e anteriores apresentaram dados referentes às transações dos CEO para menos de 30 das empresas listadas, fato que prejudicaria o tratamento estatístico. Deste modo, a amostra da pesquisa foi composta por 136 empresas, e a seguir são demonstradas as variáveis que compõem a análise do estudo.

3.3 VARIÁVEIS DA PESQUISA

A hipótese teórica desta pesquisa supõe que o gerenciamento de resultados contábeis e os vieses de excesso de confiança e otimismo estão positivamente relacionados. Segundo Kahneman e Tversky (1974), ao tomar decisões complexas e que envolvam risco os indivíduos utilizam atalhos mentais, fatores estes que facilitam o processo de tomada de decisão (Kahneman, 2002). Dado que gestores mais otimistas superestimam as capacidades de suas decisões financeiras (Hackbarth, 2008), acredita-se que ao passo que estes gestores podem medir a eficiência da empresa, eles tenderiam a manipular os resultados, em especial os excessivamente confiantes e otimistas, para atender seus objetivos.

Para se efetuar a coleta de dados e construção das variáveis, o primeiro passo foi o levantamento de dados financeiros, realizado por meio da base de dados *Bloomberg®*, tais como variáveis contábeis e informações referente às transações com ações das companhias que apresentavam informação suficiente para as variáveis do estudo. A seguir é apresentada uma descrição detalhada de cada uma das variáveis utilizadas para atingir o objetivo do estudo.

3.3.1 Variável dependente: Gerenciamento de Resultados

O Gerenciamento de Resultados das companhias foi apurado no período de 2011 a 2015 para cada companhia da amostra. Esta mensuração se deu mediante a estimação (*proxy*) dos *accruals* discricionários, sendo apurada pela diferença entre: i) *accruals* totais, obtido por meio do enfoque do Balanço e, ii) *accruals* não discricionários, obtido por meio do modelo Jones Modificado (Dechow et al., 1995) apresentado na sessão 2.2 deste trabalho. Inicialmente então por meio da Equação 2.1 é possível levantar os *accruals* totais, e em seguida através dos coeficientes β_1, β_2 e β_3 da Equação 2.5 é possível estimar os *accruals* não discricionários, medidos pelo resíduo da regressão. Quanto mais distante de zero (positiva ou negativamente) o resíduo estiver, maior o nível e Gerenciamento de Resultados.

A escolha recaiu sobre o modelo de Jones Modificado, de Dechow *et al.* (1995), pois de acordo com Martinez (2001), Paulo (2007) e Baptista (2008), é o modelo mais utilizado na estimação de *accruals* para o gerenciamento de resultados. Machado, Benetti e Bezerra (2011) evidenciaram que este modelo foi a referência mais citada nos 72 trabalhos publicados em periódicos brasileiros e internacionais de contabilidade entre os anos de 1995 e 2009. Semelhantemente, Seidler e Decourt (2014) após analisar 116 periódicos nacionais constataram que a utilização dos modelos Jones Modificado (Dechow et al., 1995) e Kang e Sivarama-krishnan (1995) representaram igualmente 21,7% do total da amostra, e que os resultados apresentados nas publicações são próximos em relação aos resultados. Devido a esses fatores, e em vista de a literatura não apresentar um consenso quanto à eficiência dos modelos, opta-se pelo Jones Modificado (Dechow et al., 1995) como *proxy* para o Gerenciamento de Resultados.

3.3.2 Variável independente: Otimismo e Excesso de Confiança

Diversos autores têm proposto modelos para mensuração do excesso de confiança e otimismo gerencial (Heaton, 2002; Malmendier & Tate, 2005, 2008; Campbell, Johnson, Rutherford & Stanley, 2009; Luo, 2010; Schrand & Zechman, 2012; Kermani *et al.* 2014) e destaca-se neste sentido os trabalhos de Malmendier e Tate (2005; 2008), que vêm sendo utilizados em pesquisas da área (Barros, 2005; Campbell, Gallmeyer, Johnson, Rutherford & Stanley, 2011; Bouwman, 2014; Yilmaz & Mazzeo, 2014).

Malmendier e Tate (2005) propõem três medidas para excesso de confiança e otimismo, denominadas por eles como: *Holder 67*, *Longholder* e *Net Buyer*. As duas primeiras utilizam o tempo referente ao exercício de opções de ações (*stock options*) em posse dos CEOs, e a terceira usa a aquisição líquida de ações da própria companhia também analisando a carteira pessoal dos CEOs. No Brasil, nem todas empresas dispõem em seu estatuto social a remuneração baseada no exercício de opção de ações, o que poderia reduzir a amostra caso fosse necessário o levantamento destes dados. Por essa razão, o modelo escolhido para mensurar os vieses foi o *Net Buyer*.

Segundo esta lógica, se o gestor é excessivamente confiante e otimista o número de ações adquiridas da empresa em que atua é maior em comparação com o número de ações vendidas num determinado período, sendo chamado então de ‘comprador habitual’, devido à sua compra líquida ser positiva. Assim, o gestor aumenta seu risco idiossincrático por não estar diversificando sua carteira. É razoável supor que esta decisão não é tão racional, devido ao gestor acreditar que a empresa é suficientemente propensa a resultados favoráveis (positivos) subestimando os seus riscos, levando assim à caracterização como excessivamente confiante e otimista. Os dados referentes à compra e venda de ações dos CEOs não são divulgados separadamente, estando evidenciados no montante de transações realizadas por estes e os demais diretores. Hochberg (2011) argumenta que os demais diretores não são considerados independentes dos CEOs e que estes exercem influência sobre suas decisões, tanto porque seu sucesso está atrelado ao do CEO. Por estas razões os dados levantados dizem respeito as transações realizadas pelos *directors* (diretores).

Entretanto, apenas o valor da compra líquida (em número de ações) pode não representar tão bem o nível do vies comportamental, pois ainda que uma empresa X apresente um valor de compra líquida maior que a empresa Y, pode ser que o valor da ação desta empresa seja superior ao da outra. Tal fato faz com que o valor monetário depositado pela empresa Y seja superior ao da empresa X, consequentemente os CEOs dela estariam mais confiantes e otimistas se arriscando mais que os da outra. Para se aproximar do valor depositado pelos diretores em suas transações, foi coletado o valor de fechamento do ano das respectivas ações das empresas. O cálculo da *proxy* dos vieses de excesso de confiança e otimismo se dá então pela equação a seguir:

$$ECO_{i,t} = (Compra_{i,t} - Venda_{i,t}) \times Preço\ da\ ação_{i,t} \quad [2.7]$$

Em que,

$ECO_{i,t}$ = índice de excesso de confiança e otimismo da empresa i no período t ;

$Compra_{i,t}$ = número de ações da própria empresa compradas pelos *directors* da empresa i no período t ;

$Venda_{i,t}$ = número de ações da própria empresa vendidas pelos *directors* da empresa i no período t ;

$Preço da Ação_{i,t}$ = preço de fechamento da ação no último dia útil do ano da empresa i no período $t-1$ para o período t .

É impotante salientar que, para compor a compra líquida (Compra – Venda) foram consideradas apenas aquelas empresas que realizaram transação em pelo menos 1 dos anos que abrange o estudo. Isto para que não entrassem na amostra empresas que tenham políticas restritivas quanto aquisição de ações pelos CEOs, e assim que estariam sendo caracterizadas com não excessivamente confiantes e otimistas (dado que nestes casos a compra líquida seria igual a zero) e possivelmente enviesando o resultado da pesquisa.

Dado isto, pretende-se testar a seguinte hipótese:

H_1 : Há relação significativa e positiva entre o gerenciamento de resultados e os vieses de excesso de confiança e otimismo.

Na sequência são apresentadas as demais variáveis que se acredita influenciar o gerenciamento de resultados.

3.3.3 Variáveis de Controle

Foram inseridas no modelo as variáveis Crescimento, Desempenho, Alavancagem, Tamanho e Setor da economia por serem as variáveis que vêm sendo mais utilizadas por autores nacionais e internacionais (Dechow *et al.* 1995; Teoh, Welch & Wong, 1998; McNichols, 2000; Kothari, Leone & Wasley, 2005; Morsfield & Tan, 2006; Baptista, 2008; Hochberg, 2011; Barros, 2012; Gioielli, Carvalho & Sampaio, 2013; Bouwman, 2014; Consoni, 2014; Kermani *et al.* 2014; Melo, 2015) como condicionantes do gerenciamento de resultados contábeis.

O Figura 5 demonstra um resumo das variáveis da pesquisa, independente e de controle, inseridas no modelo.

Variáveis e (Siglas)	Operacionalização	Sinal esperado / Evidência teórica	Referências
Excesso de Confiança e Otimismo (ECO)	Produto da compra líquida (quantidade comprada menos vendida) de ações da própria empresa pelos diretores e o preço de fechamento do ano das respectivas ações.	Positivo / Diretores mais excessivamente confiantes e otimistas gerenciam mais os resultados.	Li & Hung (2013), Bouwman (2014), Hsieh, Bedard & Johnstone (2014) e Kermani, Kargar e Zarei (2014).
Crescimento (CRES)	Variação na receita operacional líquida da empresa i entre $t - 1$ e t , dividida pela receita líquida operacional no $t - 1$	Positivo / Empresas em crescimento gerenciam mais seus resultados.	Baptista (2008), Hochberg (2011), Li & Hung (2013), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013), Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2016) e Sincerre, Sampaio, Famá & Santos (2016).
Desempenho (ROA)	Retorno sobre os ativos (ROA) calculado como a razão entre o lucro líquido e os ativos totais.	Positivo / Empresas com maiores retornos gerenciam mais seus resultados.	McNichols (2000), Kothari, Leone e Wasley (2005), Baptista (2008), Almeida, Klotzle & Pinto (2013), Gioielli <i>et al.</i> (2013), Bouwman (2014), Kermani <i>et al.</i> (2014), Cupertino <i>et al.</i> (2016) e Sincerre, Sampaio, Famá & Santos (2016).
Alavancagem (ALAV)	Alavancagem calculada como a razão entre o capital de terceiros e os ativos totais.	Positivo / Empresas com maior grau de alavancagem gerenciam mais seus resultados.	Morsfield e Tan (2006), Baptista (2008), Hochberg (2011), Almeida, Klotzle & Pinto (2013), Gioielli <i>et al.</i> (2013), Li & Hung (2013), Kermani <i>et al.</i> (2014) e Sincerre, Sampaio, Famá & Santos (2016).
Tamanho (TAM)	Logaritmo natural da receita líquida da empresa i no trimestre t (em milhões de reais).	Negativo / Empresas de maior porte gerenciam menos seus resultados.	Baptista (2008), Castro Junior, Conceição & Santos (2011), Lameiras (2012), Almeida, Klotzle & Pinto (2013), Sincerre, Sampaio, Famá & Santos (2016).
Setor da economia (SETOR)	<i>Dummy</i>	Incerto	Barros (2012), Consoni (2014) e Kermani <i>et al.</i> (2014).

Figura 5: Variáveis condicionantes para gerenciamento de resultados

Fonte: Adaptado de Melo (2015, p. 142)

Estas variáveis foram inseridas no modelo para explicar os níveis de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas (variável dependente), ou seja, os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis. O modelo e as técnicas aplicadas estão descritas a seguir.

3.4 MODELO ECONOMETRICO E TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS

De posse dos dados, é realizada sua tabulação para o cálculo das estatísticas descritivas das variáveis da pesquisa, com mínimo, máximo, média e desvio padrão. Para atingir o objetivo da pesquisa e identificar a influência do excesso de confiança e otimismo sobre o gerenciamento de resultados, é necessário utilizar técnicas de análise bivariada e multivariada. Estas técnicas objetivam aferir a correlação entre duas variáveis emparelhadas e indicam até que ponto os valores de uma variável estão relacionados com os de outra.

A análise bivariada comporta os testes de correlação, que na presente pesquisa trata da correlação entre a variável dependente (gerenciamento de resultados) e as variáveis independente (excesso de confiança e otimismo) e de controle (crescimento, desempenho, alavancagem, tamanho e setor) com intuito de verificar indícios de associação entre elas. Ressalta-se que para realizar os testes de correlação é necessário verificar a normalidade dos dados, em que, verificando uma população distribuída normalmente aplica-se com o teste de correlação de *Pearson*, e em caso contrário, o teste de correlação de *Spearman*. Na sequência procede-se à análise multivariada com a aplicação da regressão a fim de verificar a relação entre a variável dependente e as demais variáveis explicativas (Fávero, Belfiore, Silva & Chan, 2009).

Adicionalmente, é fundamental realizar os seguintes pressupostos: (1) ausência de autocorrelação (Teste de *Durbin-Watson*), (2) ausência de heterocedasticidade (Teste de *White*), (3) normalidade dos resíduos (Teste de Distribuição Normal) e (4) ausência de multicolineariedade (Fator de Inflação da Variância - VIF). Passados estes testes iniciais é possível testar a seguinte equação:

$$GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ECO_{i,t} + \beta_2 CRES_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 SETOR_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad [2.8]$$

Em que,

$GR_{i,t}$ = nível de gerenciamento de resultados da empresa i no período t ;

$ECO_{i,t}$ = índice de excesso de confiança e otimismo da empresa i no período t ;

$CRES_{i,t}$ = medida de crescimento da empresa i no período t ;

$ROA_{i,t}$ = retorno sobre ativos da empresa i no período t ;

$ALAV_{i,t}$ = alavancagem da empresa i no período t ;

$TAM_{i,t}$ = tamanho da empresa i no período t ;

$SETOR_{i,t}$ = setor da empresa i no período t ;

$\beta_0; \beta_1; \beta_2; \beta_3; \beta_4; \beta_5; \beta_6$ = coeficientes do modelo de regressão;

$\varepsilon_{i,t}$ = erro da regressão da empresa i no período t .

Por trabalhar com dados de diversas empresas ‘ i ’ observadas em diferentes momentos no tempo ‘ t ’ (tempo), a análise varia em espaço e tempo constituindo um Painel de observações (Gujarati e Porter, 2011). Tanto a estimação dos coeficientes do modelo de Gerenciamento de Resultados quanto a Equação 2.8, foram realizadas por meio da regressão de Dados em Painel Balanceado, pois as empresas do início do período são as mesmas do final do período. Ao adotar esse método deve-se realizar os diagnósticos de painel, que englobam os testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman para identificar quais dos seguintes modelos, *Pooled Ordinary Least Squares (Pooled OLS)*, Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios, será adequado para este estudo. Os testes estatísticos foram realizados com auxílio do *software* STATA® versão 12.1.

3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Apesar de todo respaldo teórico para os procedimentos da pesquisa, cabe ressaltar as limitações desta pesquisa. Embora gerada uma metodologia para estimar os *accruals* discricionários para o gerenciamento de resultados, este método sofre críticas. Neste mesmo sentido, outra limitação diz respeito ao uso do modelo para apurar os vieses comportamentais a partir de dados quantitativos. Entretanto todos estes modelos são utilizados na literatura corrente, e apesar de serem sujeitos a críticas, eles são uma forma de buscar testar as relações propostas.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Este capítulo visa analisar e discutir os resultados alcançados com este estudo. Inicialmente são apresentados os dados da captação dos *accruals*. Em seguida, são apresentadas as demais variáveis da pesquisa, e verifica-se assim a relação entre o gerenciamento de resultados e os vieses de excesso de confiança e otimismo.

4.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS – *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS (AD)

Para apurar esta *proxy* foi utilizado o modelo de Jones Modificado (Dechow et al., 1995), apresentado na sessão 2.2 deste trabalho. Por meio deste modelo, é possível apurar os AD que estão representados pelo erro da regressão [equação 2.5]. A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis do modelo:

Tabela 2:

Estatísticas descritivas das variáveis do modelo Jones Modificado (1995)

Variável	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
TA	680	-0.0308157	0.128634	-1.481464	0.9052109
1/A	680	0.0012916	0.0030603	1.26e-06	0.0325489
RECCR	680	0.0559365	0.2986307	-5.43317	2.708277
PPE	680	0.6577756	0.4580618	0	4.665876

Nota: TA = *accruals* totais; 1/A = 1 ponderado pelo ativo defasado; RECCR = receita operacional menos contas a receber, ponderadas pelo ativo defasado; PPE = ativo imobilizado (bruto) somado ao intangível da empresa, ponderados pelo ativo defasado.

Fonte: elaborado pelo autor

Vale lembrar que todas as variáveis deste modelo estão deflacionadas pelo ativo defasado ($A_{i,t-1}$) fato que reduz a dispersão dos dados e, minimiza o efeito tamanho e o problema de heterocedasticidade (Jones, 1991).

Em relação aos testes de pressupostos a regressão, verificou-se que os dados não seguem uma distribuição normal segundo o teste de Shapiro-Wilk ($\text{Prob}>z = 0.00000$, para todas as variáveis do modelo), entretanto era de se esperar dado que se trata de uma amostra grande ($n>40$). Assim, procedeu-se com o teste de Spearman para a matriz de correlação, que não apresentou valores significativos ao nível de 1%, e correlação significativa ao nível de 5% para PPE e as variáveis TA e RECCR. Através da regressão *pooled OLS* (Mínimos Quadrados Ordinários – MQO), foi verificado que o teste de Durbin-Watson para autocorrelação não rejeitou a hipótese nula de ausência de correlação (Durbin-Watson d-statistic $[4, 680] = 1.877022$), entretanto o teste de Breusch-Pagan para heterocedasticidade apresentou significância ($\text{Prob}>\chi^2 = 0.0000$) rejeitando a hipótese de que os dados são homocedásticos, levando assim a um novo

processamento da regressão, agora com erros robustos. Na tabela 3 são apresentados os testes estatísticos do modelo Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995):

Tabela 3:

Resultados da regressão (*pooled OLS*) - modelo Jones Modificado (1995)

Regressão linear		Número de Obs.	=	680
		F(3, 677)	=	33.27
		Prob > F	=	0.0000
		R-quadrado	=	0.0919
		Root MSE	=	0.12624
		Normalidade: (resíduo)	=	0.0000

TA	Coef.	Erros Padrão Robustos	T	P > t	VIF
1/A	1.352193	3.60223	0.38	0.707	1.12
RECCR	0.0464158	0.0415751	1.12	0.265	1.04
PPE	-0.0518297	0.0067184	-7.71	0.000***	1.16

Nota: TA = *accruals* totais; 1/A = 1 ponderado pelo ativo defasado; RECCR = receita operacional menos contas a receber, ponderadas pelo ativo defasado; PPE = ativo imobilizado (bruto) somado ao intangível da empresa, ponderados pelo ativo defasado. *** Significante ao nível de 1%.

Fonte: elaborado pelo autor

A Tabela 3 indica por meio do teste F mostra que o modelo *pooled* é significativo (Prob>F = 0.0000) validando assim sua aplicação. É possível verificar um R^2 de 0.0919, e que apenas a variável PPE explica as variações de TA (ao nível de significância de 1%), com coeficiente de 0.0518297 negativo. As demais não apresentaram significância, sugerindo que a variabilidade de A e RECCR não são explicativas para as variações de TA. O VIF (Fator de Inflação de Variância) mostra que o modelo não possui problemas de multicolinearidade na especificação, dado que os valores estão todos próximos de 1. Adicionalmente, os resultados sugerem a não normalidade dos resíduos (Prob>chi2 = 0.0000), entretanto dado o número de observações (680 observações) a literatura adota que eles estão próximos de uma distribuição normal (Wooldridge, 2005).

Assim, em posse dos resultados e o erro da regressão, que representa o gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários, é apresentado a seguir a estatística descritiva dos *accruals* discricionários:

Tabela 4:
Estatística descritiva de AD

Variável	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
AD	680	-0.0010663	0.126048	-1.492935	0.9109371
AD (positivos)	372	0.0586871	0.0806564	0.0001589	0.9109371
AD (negativos)	308	-0.0732359	0.1331413	-1.492935	-0.0002394

Nota: AD = *accruals* discricionários; AD (positivos) = *accruals* discricionários com valores positivos; AD (negativos) = *accruals* discricionários com valores negativos

Fonte: elaborado pelo autor

Em termos absolutos, o valor médio dos *accruals* discricionários mostrou-se um pouco superior para os valores negativos em relação aos positivos. No entanto a representatividade de observações com valores positivos é maior que as com valores negativos (55% contra 45%). Em teoria, os sinais positivo e negativo sugerem, respectivamente, que o gerenciamento tem como objetivo aumentar e diminuir os resultados da empresa, mas tanto o modelo original como os subsequentes, tratam apenas que quanto maior o valor dos *accruals* discricionários, ou seja, quanto mais distantes do 0, maior é a intenção de gerenciamento de resultados. De posse da variável AD, partiu-se então para a preparação e resultados da aplicação do modelo que relaciona o gerenciamento com o excesso de confiança e as demais variáveis de controle.

4.2 ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS VS EXCESSO DE CONFIANÇA E OTIMISMO

Esta sessão objetiva realizar os testes estatísticos que verificam a hipótese da pesquisa e ajudam a responder a questão de pesquisa da mesma.

4.2.1 Análise descritiva

A amostra utilizada está composta por 136 empresas que apresentaram dados para o período de 2011 a 2015. Esta sub-sessão se destina a apresentar as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para aplicação da equação 2.8. a seguir a Tabela 5 apresenta tais dados:

Tabela 5:
Estatística descritiva das variáveis do modelo [2.8]

Variável	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
AD	680	0.0652768	0.1078048	0.0001589	1.492935
ECO	680	-6.82e+07	1.67e+09	-4.34e+10	2.35e+09
CRES	680	0.343268	4.400461	-1.000000	109.7711
ROA	680	0.0978118	2.980687	-9.718144	76.91245
ALAV	680	0.6739703	0.7524033	0.0820656	16.35825
TAM	680	7.323346	2.062189	-1.002393	12.72861

Nota: AD = *accruals* discricionários; ECO = excesso de confiança e otimismo; CRES = crescimento da receita operacional líquida; ROA = rentabilidade do ativo; ALAV = medida de alavancagem (endividamento); TAM = logaritmo natural da receita operacional.

Fonte: elaborado pelo autor

Os *accruals* discricionários (AD) apresentaram baixa dispersão com valores entre 0.0001589 e 1.492935, e esta é a variável com menor desvio padrão (0.1078048). Isto sugere baixa heterogeneidade da variável na amostra. Por outro lado, o excesso de confiança e otimismo (ECO) mostra-se com o maior desvio padrão e maior dispersão entre os valores de mínimo e máximo.

As variáveis crescimento (CRES), rentabilidade (ROA), alavancagem (ALAV) e tamanho (TAM), mostraram variações abaixo do nível da ECO, no entanto não são desvios padrão tão baixos. Possivelmente essas variações estejam influenciadas pelas particularidades do negócio em relação ao setor de atuação das empresas individualmente, e por esse motivo optou-se manter todas as observações e dado que os setores também compõem o conjunto de variáveis explicativas. Abaixo está apresentado um gráfico com a distribuição setorial da amostra, expostas em ordem crescente (alfabética) considerando a classificação da BM&FBOVESPA:

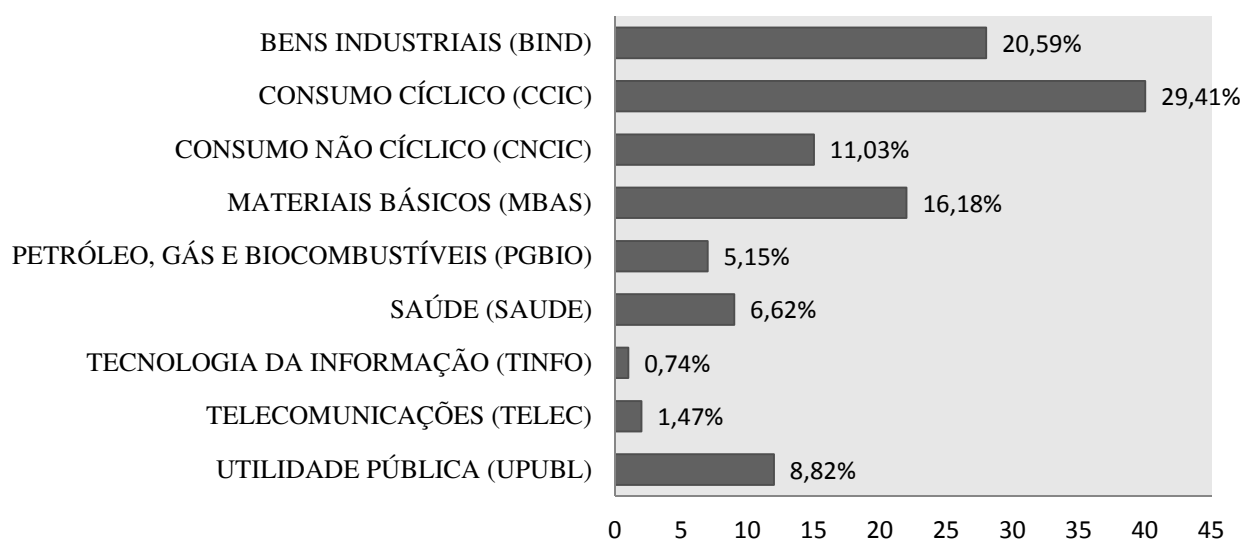


Figura 6: Distribuição setorial das empresas da amostra

Fonte: elaborado pelo autor

Na Figura 6 é possível observar que os setores com maior número de empresas na amostra são Consumo Cíclico (40 empresas), Bens Industriais (28 empresas) e Materiais Básicos (22 empresas), que juntos representam 66,18% da amostra. Cabe ainda destacar que os setores de Tecnologia da Informação e Telecomunicações apresentaram apenas 1 e 2 empresas respectivamente, na amostra. Esta baixa representatividade pode dificultar uma inferência estatística e/ou resultar na não significância destas variáveis por meio do modelo a ser testado.

4.2.2 Análise de correlação

Para apurar a correlação entre as variáveis, é necessário primeiro verificar a normalidade dos dados, teste apresentado na Tabela 6 que segue:

Tabela 6:

Teste de normalidade dos dados da pesquisa

Teste Skewness/Kurtosis para Normalidade					
Variável	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	-----joint -----	
				adj chi2(2)	Prob>chi2
AD	680	0.0000	0.0000	.	0.0000
ECO	680	0.0000	0.0000	.	0.0000
CRES	680	0.0000	0.0000	.	0.0000
ROA	680	0.0000	0.0000	.	0.0000
ALAV	680	0.0000	0.0000	.	0.0000
TAM	680	0.0000	0.0000	67.48	0.0000
SETOR	680	0.0000	0.0464	.	0.0000

Nota: AD = *accruals* discricionários; ECO = excesso de confiança e otimismo; CRES = crescimento da receita operacional líquida; ROA = rentabilidade do ativo; ALAV = medida de alavancagem (endividamento); TAM = logaritmo natural da receita operacional; SETOR = setor de atuação.

Fonte: elaborado pelo autor

Todas as variáveis do modelo apresentaram significância (Prob>chi2 = 0.00000). A hipótese nula neste caso é a de que os dados seguem uma distribuição normal, em vista disso, a rejeição desta H_0 , faz-se uso da correlação de Spearman, para dados não paramétricos. A seguir é apresentado os resultados da matriz de correlação de Spearman, que apesar de não representar causalidade, serve como uma referência inicial das relações existentes entre as variáveis:

Tabela 7:

Matriz de correlação dos dados da pesquisa

		AD	ECO	CRES	ROA	ALAV	TAM	BIND	CCIC	CNCIC	MBAS	PGBIO	SAUDE	TINFO	TELEC	UPUBL
AD	Coef.	1.000														
	Sig.															
ECO	Coef.	-.019	1.000													
	Sig.	.630														
CRES	Coef.	.035	-.020	1.000												
	Sig.	.364	.601													
ROA	Coef.	-.129***	-.080**	.199***	1.000											
	Sig.	.001	.037	.000												
ALAV	Coef.	.148***	.029	-.048	-.445***	1.000										
	Sig.	.000	.450	.212	.000											
TAM	Coef.	-.264***	-.033	.198***	.224***	.040	1.000									
	Sig.	.000	.388	.000	.000	.296										
BIND	Coef.	-.038	.047	-.023	-.062	.242***	-.168***	1.000								
	Sig.	.325	.221	.552	.106	.000	.000									
CCIC	Coef.	.238***	.014	-.039	.181***	-.106***	-.086**	-.329***	1.000							
	Sig.	.000	.712	.313	.000	.006	.025	.000								
CNCIC	Coef.	-.016	-.045	.051	-.016	.071*	.182***	-.179***	-.227***	1.000						
	Sig.	.684	.243	.187	.686	.066	.000	.000	.000							
MBAS	Coef.	-.110***	.056	-.123***	-.161***	-.083**	-.001	-.224***	-.284***	-.155***	1.000					
	Sig.	.004	.142	.001	.000	.031	.977	.000	.000	.000						
PGBIO	Coef.	.044	-.013	.009	-.121***	-.006	-.069*	-.119***	-.150***	-.082**	-.102***	1.000				
	Sig.	.255	.729	.825	.002	.887	.071	.002	.000	.033	.008					
SAUDE	Coef.	-.078**	-.007	.131***	.029	-.167***	.009	-.136***	-.172***	-.094**	-.117***	-.062	1.000			
	Sig.	.041	.853	.001	.446	.000	.807	.000	.000	.015	.002	.106				

Tabela 7:

Matriz de correlação dos dados da pesquisa (continuação)

		AD	ECO	CRES	ROA	ALAV	TAM	BIND	CCIC	CNCIC	MBAS	PGBIO	SAUDE	TINFO	TELEC	UPUBL
TINFO	Coef.	.004	-.024	.017	.117***	-.076**	-.006	-.044	-.056	-.030	-.038	-.020	-.023	1.000		
	Sig.	.912	.529	.655	.002	.047	.872	.254	.148	.430	.325	.602	.551			
TELEC	Coef.	-.041	-.014	-.039	.008	-.069*	.051	-.062	-.079**	-.043	-.054	-.029	-.033	-.011	1.000	
	Sig.	.286	.719	.311	.831	.071	.183	.105	.040	.263	.162	.459	.397	.784		
UPUBL	Coef.	-.117***	-.084**	.089**	.054	.057	.204***	-.158***	-.201***	-.110***	-.137***	-.073*	-.083**	-.027	-.038	1.000
	Sig.	.002	.029	.020	.163	.139	.000	.000	.000	.004	.000	.059	.031	.486	.322	

Nota: AD = *accruals* discricionários; ECO = excesso de confiança e otimismo; CRES = crescimento da receita operacional líquida; ROA = rentabilidade do ativo; ALAV = medida de alavancagem (endividamento); TAM = logaritmo natural da receita operacional; BIND = variável *dummy* para setor de Bens Industriais; CCIC = variável *dummy* para setor de Consumo Cíclico; CNCIC = variável *dummy* para setor de Consumo Não-Cíclico; MBAS = variável *dummy* para setor de Materiais Básicos; PGBIO = variável *dummy* para setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis; SAUDE = variável *dummy* para setor de Saúde; TINFO = variável *dummy* para setor de Tecnologia da Informação; TELEC = variável *dummy* para setor de Telecomunicações; UPUBL = variável *dummy* para setor de Utilidade Pública.***, ** e * Correlação significativa ao nível de 1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborado pelo autor.

O coeficiente de correlação apresenta-se entre 1 e -1, e quanto mais próximos destes (ou mais distantes de zero) pode-se inferir a existência de maior associação entre as variáveis, mas não necessariamente causalidade. Deste modo, a Tabela 7 mostra que, apesar de o coeficiente de correlação entre AD e ECO ser negativo sugerindo que empresas que gerenciam mais têm CEOs menos excessivamente confiantes e otimistas, esta relação não é estatisticamente significativa, impossibilitando inferir que tais variáveis estejam associadas. Também com a variável CRES, os *accruals* discricionários não apresentaram significância, assim não se pode afirmar que haja associação entre o gerenciamento de resultados e o crescimento das empresas da amostra.

O coeficiente de correlação entre DA e as variáveis ROA e TAM são negativos e estatisticamente significativos, ou seja, empresas que gerenciam mais apresentam menores retornos e são de menor porte. Por outro lado a variável ALAV, que também apresentou significância, aponta coeficiente positivo, sugerindo que empresas mais endividadas gerenciam mais seus resultados. Das variáveis de setor, as que apresentaram significância foram: CCIC, MBAS e UPUBL ao nível de 1% e SAUDE ao nível de 5%, indicando que estes setores de atuação estão associado ao nível de gerenciamento de resultados. Na sequência são realizados os testes de regressão com estas variáveis.

4.2.3 Análise de dados em painel

O próximo passo foi testar a regressão do modelo [2.8], a fim de verificar a relação entre as variáveis do estudo. Mas antes disso foi realizado uma regressão *pooled OLS* com a inserção da variável “SINAL” com o objetivo de verificar se o pressuposto de Jones (1991) de que desconsidera o sinal do *accrual* estimado pelo modelo. Este teste não indicou significância para a variável SINAL (p-valor de 0,151), fato que conforta o uso dos *accruals* em módulo como propõe o modelo original.

Espera-se relação direta entre o gerenciamento de resultados e a gestão excessivamente confiante e otimista. Inicialmente a equação foi estimada por *pooled OLS*, em seguida foram realizados os testes de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg para heterocedasticidade e o teste de Durbin-Watson para autocorrelação. Estes resultados estão apresentados em sequência na Tabela 8:

Tabela 8:

Resultados da regressão (pooled OLS) - modelo [2.8], DA vs ECO

Regressão <i>pooled OLS</i>			Número de Obs.	=	680
			F(6, 673)	=	14.69
			Prob > F	=	0.0000
			R ²	=	0.2229
			R ² -ajustado	=	0.2077
AD	Coef.	Desv.Pad.	t	P > t	VIF
ECO	1.74e-12	2.21e-12	0.78	0.433	1.01
CRES	0.0001062	0.0008552	0.12	0.901	1.04
ROA	0.0100705	0.0012732	7.91	0.000***	1.06
ALAV	0.0381119	0.0052908	7.20	0.000***	1.17
TAM	-0.0080298	0.0019248	-4.17	0.000***	1.16
BIND	0.0008141	0.0437171	0.02	0.985	23.08
CCIC	0.0378364	0.0434562	0.87	0.384	28.95
CNCIC	0.0186929	0.0443951	0.42	0.674	14.28
MBAS	0.0003433	0.0438841	0.01	0.994	19.28
PGBIO	0.053219	0.0463882	1.15	0.252	7.76
SAUDE	0.0110403	0.0452375	0.24	0.807	9.34
TINFO	0	(omitida)			
TELEC	0.0007475	0.0525886	0.01	0.989	2.96
UPUBL	-0.0009145	0.0447271	-0.02	0.984	11.89
_cons	0.0806795	0.0454325	1.78	0.076*	

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg teste para heterocedasticidade

Ho: Variância constante chi2(1) = 3081.03

Variáveis: valores ajustados de AD Prob > chi2 = 0.0000

Durbin-Watson d-statistic (14, 680) = 1.64209 p-valor = 0.796018

Nota: AD = *accruals* discricionários; ECO = excesso de confiança e otimismo; CRES = crescimento da receita operacional líquida; ROA = rentabilidade do ativo; ALAV = medida de alavancagem (endividamento); TAM = logaritmo natural da receita operacional; BIND = variável *dummy* para setor de Bens Industriais; CCIC = variável *dummy* para setor de Consumo Cíclico; CNCIC = variável *dummy* para setor de Consumo Não-Cíclico; MBAS = variável *dummy* para setor de Materiais Básicos; PGBIO = variável *dummy* para setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis; SAUDE = variável *dummy* para setor de Saúde; TINFO = variável *dummy* para setor de Tecnologia da Informação; TELEC = variável *dummy* para setor de Telecomunicações; UPUBL = variável *dummy* para setor de Utilidade Pública.***, ** e * Significante ao nível de 1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborado pelo autor

O resultado apresentado indica significância na estatística F (0.0000) e um R² de 0,2229. Entretanto o teste de heterocedasticidade rejeitou a hipótese nula, apresentando dados não homocedásticos, e então para sua correção foi utilizado o procedimento com erros padrão robustos. Um outro ponto importante a destacar, é o Fator de Inflação da Variância (VIF) que

apresentou valores superiores a 10 excedendo o permitido pela literatura, e para solucionar este problema foi eliminado da regressão a variável que apresentou o maior VIF, CCIC no caso ($VIF = 28.95$). Após este procedimento as variáveis não apresentaram mais problemas de multicolinearidade. Ao prosseguir com a realização da regressão em painel, também foi necessário realizar os testes de diagnósticos de painel, que têm a finalidade de identificar qual modelo, entre *pooled*, efeitos fixos ou efeitos aleatórios, melhor representa a relação entre o gerenciamento de resultados e as demais variáveis independente e de controle. Na sequência, a Tabela 9 evidencia os resultados dos testes de diagnóstico de painel.

Tabela 9:

Diagnóstico do modelo [2.8] em painel

Testes	p-valor
Teste de Chow	0.356519
Teste de Breusch-Pagan	0.769788
Teste de Hausman	0.334168

Fonte: elaborado pelo autor

O primeiro teste trata do teste de Chow, cuja hipótese nula é a de que os interceptos são iguais para todas as *cross-sections* e indica que o modelo *pooled OLS* (MQO) é mais apropriado que o modelo de efeitos fixos. Com um p-valor de 0,356519 não foi possível rejeitar esta hipótese. Semelhantemente, o teste de Breusch-Pagan, que busca identificar se o modelo *pooled OLS* (MQO) é mais apropriado que o modelo de efeitos aleatórios, apresentou um p-valor de 0.769788 não rejeitando a hipótese nula de que o modelo *pooled* (MQO) é mais apropriado que o modelo de efeitos aleatórios. Por fim, o teste de Hausman, que tem como hipótese nula que o modelo de efeitos aleatórios é mais apropriado que o modelo de efeitos fixos, apresentou um p-valor de 0.334168. Entretanto dado que os dois primeiros testes indicam o modelo *pooled* (MQO) como mais apropriado, este fica sendo o modelo utilizado nesta pesquisa. Na Tabela 10 são apresentados os resultados da regressão pelo modelo *pooled* (com erros robustos).

Tabela 10:

Resultados da regressão (pooled OLS), erros padrão robustos - modelo [2.8], DA vs ECO

Regressão pooled OLS

Número de Obs.

=

680

F(12, 666)

=

0.0000

Prob > F

=

0.0000

R²

=

0.2290

Normalidade: (residuo)

=

0.0000

AD	Coef.	Beta	Erros Padrão Robustos	t	P > t	VIF
ECO	1.74e-12	0.0268929	4.25e-13	4.09	0.000***	1.01
CRES	0.0001062	0.0043344	0.0005015	0.21	0.832	1.04
ROA	0.0100705	0.278439	0.0005345	18.84	0.000***	1.06
ALAV	0.0381119	0.2659944	0.0273405	1.39	0.0164**	1.17
TAM	-0.0080298	-0.1536021	0.0018412	-4.36	0.000***	1.16
BIND	-0.0370224	-0.1389624	0.0109414	-3.38	0.001***	1.37
CNCIC	-0.0191435	-0.0556677	0.0143685	-1.33	0.183	1.27
MBAS	-0.0374931	-0.1281616	0.0079983	-4.69	0.000***	1.30
PGBIO	0.0153826	0.0315512	0.030699	0.50	0.616	1.26
SAUDE	-0.0267961	-0.0618354	0.0138286	-1.94	0.053*	1.15
TINFO	-0.0378364	-0.0300068	0.0088292	-4.29	0.000***	1.02
TELEC	-0.03089	-0.041433	0.0143696	-2.58	0.010***	1.04
UPUBL	-0.0387509	-0.1020295	0.0082392	-4.70	0.000***	1.22
_cons	0.1185159	0.0000	0.0257053	4.61	0.000***	

Nota: AD = *accruals* discricionários; ECO = excesso de confiança e otimismo; CRES = crescimento da receita operacional líquida; ROA = rentabilidade do ativo; ALAV = medida de alavancagem (endividamento); TAM = logaritmo natural da receita operacional; BIND = variável *dummy* para setor de Bens Industriais; CNCIC = variável *dummy* para setor de Consumo Não-Cíclico; MBAS = variável *dummy* para setor de Materiais Básicos; PGBIO = variável *dummy* para setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis; SAUDE = variável *dummy* para setor de Saúde; TINFO = variável *dummy* para setor de Tecnologia da Informação; TELEC = variável *dummy* para setor de Telecomunicações; UPUBL = variável *dummy* para setor de Utilidade Pública.***, ** e * Significante ao nível de 1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborado pelo autor

Os resultados deste estudo apresentam um poder explicativo (R^2) de 0,2290, ou seja, as variáveis do modelo foram capazes de explicar aproximadamente 22,9% das variações dos *accruals* discricionários, e este resultado está próximo dos achados de pesquisas internacionais como: Li e Hung (2013), com 0,096; Bouwman (2014) com 0,16; Hsieh *et al.* (2014) com 0,195 e; Kermani *et al.* (2014) com 0,156. Também é possível verificar na Tabela 10 que o modelo não apresentou problemas de multicolinearidade, entretanto o teste de normalidade dos resíduos apresentou significância, mas o Teorema do Limite Central (Wooldridge, 2005) aponta que os estimadores de *pooled OLS* satisfazem a normalidade

assintótica, ou seja, dado que esta pesquisa conta com um grande número de observações (680) eles estão próximos de uma distribuição normal.

A variável independente excesso de confiança e otimismo foi significativa (p -valor = 0.000). Esse resultado está em consonância com a hipótese teórica do presente estudo, de que o viés de excesso de confiança e otimismo está relacionado com o gerenciamento de resultados. Bouwman (2014) apresentou significância estatística nesta relação, mas ao contrário deste estudo, o sinal encontrado foi negativo, sugerindo uma relação inversa entre as variáveis independente e dependente. Uma possível explicação para a divergência de sinais encontrados é devido o autor ter trabalhado com uma modalidade específica de gerenciamento de resultados, o *Income Smoothing* (Suavização de Resultados), enquanto que este estudo trabalha com o gerenciamento no sentido amplo.

Já os resultados de Hsieh *et al.* (2014) e Li & Hung (2013) estão em pleno acordo com os achados desta pesquisa, dado que inclusive o sinal encontrado correu conforme o esperado (positivo). Isto sugere que CEOs mais excessivamente confiantes e otimistas gerenciam mais seus resultados. Hsieh *et al.* (2014) sugerem que esse resultado se dá pois gestores são sensíveis ao comportamento excessivamente confiante ou ‘narcisista’, especialmente o CEO mas possivelmente outros membros da gerencia que estejam em posição de gerenciar os resultados. Li & Hung (2013) indicam que além da teoria da agência, assimetria de informação, a hipótese de fluxo de caixa livre, entre outros, o aspecto comportamental, especificamente o excesso de confiança, ajuda a aumentar a compreensão de porque os gestores têm incentivos para manipular os resultados da empresa.

Com relação à variável crescimento, o sinal encontrado estava de acordo com o esperado, apesar de não apresentar significância estatística, indicando que o crescimento não guarda relação com gerenciamento de resultados. Por outro lado, a variável alavancagem apresentou sinal positivo e significativo, ou seja, verifica-se que empresas com maior grau de alavancagem, gerenciam mais seus resultados. Rezende e Nakao (2012) argumentam que quanto mais endividadas as empresas estiverem, maior é o incentivo para gerenciar seus resultados. Isto possivelmente para obtenção de novos empréstimos ou financiamentos com terceiros, assim estariam por exemplo, aumentando seus resultados, inclusive as empresas em crescimento, a fim de evitar cláusulas restritivas que se baseiam em dados contábeis.

Já o ROA, variável utilizada para medir o desempenho, apresentou significância estatística (p -valor = 0.000) e sinal positivo, conforme era esperado pela construção teórica da pesquisa, e semelhante aos estudos de McNichols (2000), Baptista (2008), Castro (2008), Barros (2012), Gioielli *et al.* (2013) e Sincerre *et al.* (2016). Isto sugere que empresas com

maiores retornos gerenciam mais seus resultados, algo de se esperar dado que eles podem estar gerenciando seus resultados para reportar maior rentabilidade com o interesse de influenciar a percepção de mercado (investidores e credores).

A variável tamanho, medida pelo logaritmo natural do ativo, apresentou relação negativa e significativa, sugerindo que as empresas de maior porte gerenciam menos seus resultados. Esta evidência está de acordo com o esperado, e Gu, Lee e Rosett (2005) defendem que empresas maiores operam em estado mais sólido e tendem a ser mais diversificadas, apresentando menor variabilidade operacional e consequentemente menor variabilidade dos *accruals* discricionários. Este resultado apresenta semelhanças com os achados de Morsfield e Tan (2006), Castro (2008), Barros (2012), Li & Hung (2013), Bouwman (2014) e Sincerre *et al.* (2016).

Por fim, foram analisados as classificações setoriais segundo a BM&FBOVESPA, e sua relação com o gerenciamento de resultados. Dos oito setores que constaram nesta análise, apenas três não apresentaram significância, sendo eles o Consumo não-Cíclico, o de Petróleo, Gás e Biocombustíveis e o de Saúde. Dentre os significantes, pode-se verificar que o setor mais propenso a prática de gerenciamento é o de Bens Industriais que apresentou um coeficiente padronizado (β) de -0.1389624, seguido do setores de Materiais Básicos ($\beta = -0.1281616$), Utilidade Pública ($\beta = -0.1020295$), Telecomunicações ($\beta = -0.0414433$) e Tecnologia da Informação ($\beta = -0.0300068$). Esta análise serviu para verificar a significância de agrupamentos setoriais como fatores explicativos para as variações dos *accruals* discricionários.

Considerando os resultados apresentados na Tabela 10, a equação [2.8] pode ser reescrita da seguinte forma:

$$\begin{aligned} GR_{i,t} = & 0.1185 + 0.0268 ECO_{i,t} + 0.2784 ROA_{i,t} + 0.2660 ALAV_{i,t} - 0.1536 TAM_{i,t} - \\ & 0.1390 BIND_{i,t} - 0.1282 MBAS_{i,t} - 0.0618 SAUDE_{i,t} - 0.0300 TINFO_{i,t} - 0.0414 TELEC_{i,t} - \\ & 0.1020 UPUBL_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad [2.8]$$

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A decisão de comprar e vender ações envolve riscos associados a diversos fatores que podem trazer ao investidor ganhos altos mas por vezes, altas perdas também. Neste sentido, esta pesquisa apurou a compra líquida dos CEOs, ou seja, suas compras menos vendas de ações das companhias que atuam, assim em resultado líquido positivo entende-se como a superestimação dos resultados, e por outro lado obtendo um resultado líquido negativo,

caracteriza-se a subestimação de desempenho futuro da empresa. Esta é a lógica por trás da métrica (*net buyer*) de Malmendier e Tate (2005), adaptada para o presente estudo, com a finalidade de caracterizar os vieses de excesso de confiança e otimismo.

Isto para investigar a influência destes vieses cognitivos sobre o gerenciamento de resultados, nesta pesquisa pelos *accruals* discricionários estimados a partir do modelo Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995). Desta forma esta dissertação objetivou verificar a influência do excesso de confiança e otimismo sobre o gerenciamento de resultados em companhias listadas na BM&FBOVESPA. Adicionalmente foram testadas como variáveis de controle: o crescimento, desempenho, alavancagem, tamanho e setor de atuação das empresas da amostra como fatores explicativos para o gerenciamento de resultados.

Na análise realizada constatou-se que o excesso de confiança e otimismo está relacionado positiva e significativamente com o gerenciamento de resultados, fato que confirma a hipótese teórica deste estudo. Estes resultados sugerem que CEOs mais excessivamente confiantes e otimistas, gerenciam mais os resultados da empresa, e estes achados estão de acordo com pesquisas realizadas em outros países. Além disso, foi verificado significância estatística na relação com gerenciamento de resultados das seguintes variáveis: Desempenho, Alavancagem, Tamanho e os setores de Bens Industriais, Materiais Básicos, Saúde, Tecnologia da Informação, Telecomunicações e Utilidade Pública.

Este trabalho traz reflexões tanto para estudos futuros quanto para decisões práticas. No tocante ao futuro, os achados do presente estudo fornecem uma evidência que ajuda a levar em consideração a influência do comportamento do CEOs sobre suas decisões financeiras, dado que ele pode estar enviesado e gerenciar seus resultados de forma discricionária para atender seus objetivos pessoais. Como contribuição teórica, tem-se que pesquisas demonstram que gestores têm motivações para agir com discricionariedade, então este estudo adiciona ao trabalhar fatores comportamentais influenciando essa tomada de decisão. Com relação às contribuições práticas, é importante verificar o excesso de confiança e otimismo nos CEOs, tanto no processo de recrutamento gerencial como monitoramento do mercado por parte dos investidores, referente as atitudes não apenas dos CEOs mas também outros membros da diretoria que estejam em posição de participar do gerenciamento de resultados, pois esta se justifica uma informação importante no processo de tomada de decisão de investimento.

Como demais estudos desta natureza, esta dissertação apresenta algumas limitações, no tamanho da amostra, coleta de dados e nas variáveis utilizadas. Apesar de estimar o excesso de confiança e otimismo dos CEOs por meio das transações com ações da empresa

que atuam, uma métrica baseada em Malmendier e Tate (2005) que tem sido utilizada por outros pesquisadores, esta é uma *proxy* para caracterizar os vieses comportamentais, e não há na literatura uma medida perfeita para medir esse comportamento. Sugere-se nesse sentido que estes vieses comportamentais sejam mensurados de outras formas para que sejam comparados os resultados. Semelhante a composição dos vieses, o gerenciamento de resultados também fora estimado por meio de uma *proxy*, ainda que usual na literatura da área mas pode conter falhas ou estar omitindo variáveis no modelo de estimação, Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995) no caso.

Por fim recomenda-se verificar a influência de outros vieses comportamentais, não somente relacionados ao excesso de confiança e otimismo. De toda forma, as conclusões aqui verificadas contribuem para instigar novas pesquisas que aprofundem a influência de aspectos comportamentais sobre a tomada de decisão da gestão.

REFERÊNCIAS

- Almeida, R. S., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2013). Composição do Conselho de Administração no Setor de Energia Elétrica do Brasil. DOI: 10.15600/1679-5350/rau.v11n1p156-180. *Revista de Administração da Unimep-Unimep Business Journal-B2*, 11(1), 156-180.
- Almeida, J. E. F. D., Lopes, A. B., & Corrar, L. J. (2013). Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. *ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(1), 44-62.
- Araujo, D. R. D., & Silva, C. A. T. (2007). Aversão à perda nas decisões de risco.
- Avelar, E. A., & Santos, T. D. S. (2011). Gerenciamento de resultados contábeis: uma análise das pesquisas realizadas no Brasil entre os anos de 2000 e 2009. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 15(3), 19-33.
- Badertscher, B. A., Collins, D. W., & Lys, T. Z. (2012). Discretionary accounting choices and the predictive ability of accruals with respect to future cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1), 330-352.
- Baioco, V., Almeida, J. E., & Rodrigues, A. (2014). Incentivos da regulação de mercados sobre o nível de suavização de resultados. *Contabilidade Vista & Revista*, 24(2), 110-136.
- Baptista, E. M. B. (2008). Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados.
- _____. (2010). Teoria em gerenciamento de resultados. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 3(2), 5-20.
- Barros, L. A. B. D. C. (2005). *Decisões de financiamento e de investimento das empresas sob a ótica de gestores otimistas e excessivamente confiantes* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Barros, L. A. D. C., & Silveira, A. Di M. (2008). Excesso de Confiança, Otimismo Gerencial e os Determinantes da Estrutura de Capital. *Revista Brasileira de Finanças*, 6(3).
- Barros, C. M. E. (2012). Gerenciamento de resultados contábeis e qualidade de governança corporativa. (Doctoral dissertation, Universidade Federal do Paraná).
- Barros, T. S., & Felipe, I. J. S. (2015). Teoria do Prospecto: evidências aplicadas em finanças comportamentais. *Revista de Administração FACES Journal*, 14(4).
- Beaver, W. H., McNichols, M. F., & Nelson, K. K. (2003). Management of the loss reserve accrual and the distribution of earnings in the property-casualty insurance industry. *Journal of Accounting and Economics*, 35(3), 347-376.
- Bouwman, C. H. (2014). Managerial optimism and earnings smoothing. *Journal of Banking & Finance*, 41, 283-303.
- Bowen, R. M., DuCharme, L., & Shores, D. (1995). Stakeholders' implicit claims and accounting method choice. *Journal of Accounting and Economics*, 20(3), 255-295.
- _____. (1999). Economic and industry determinants of accounting method choice. *Available at SSRN 182888*.

- Cabello, O. G. (2012). *Análise dos efeitos das práticas de tributação do lucro na Effective Tax Rate (ETR) das companhias abertas brasileiras: uma abordagem da teoria das escolhas contábeis* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Campbell, T. C., Gallmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 695-712.
- Campbell, T. C., Johnson, S., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2009). CEO confidence and forced turnover. In *Texas A&M University Working paper*.
- Cardoso, R. L. (2005). *Regulação econômica e escolhas de práticas contábeis: evidências no mercado de saúde suplementar brasileiro* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Carpenter, V. L., & Feroz, E. H. (2001). Institutional theory and accounting rule choice: an analysis of four US state governments' decisions to adopt generally accepted accounting principles. *Accounting, organizations and society*, 26(7), 565-596.
- Castro Júnior, F. H. F., Conceição, P. M., & Santos, D. A. (2011). A relação entre o nível voluntário de transparência e o custo de capital próprio das empresas brasileiras não-financeiras. *Revista Eletrônica de Administração*, 17(3), 617-635.
- Castro Júnior, F. H., & Famá, R. (2002). As novas finanças e a teoria comportamental no contexto da tomada de decisão sobre investimentos. *Caderno de pesquisas em administração, São Paulo*, 9(2), 25-35.
- Cavalheiro, E. A. (2015). Determinantes da estrutura de capital das micro e pequenas empresas: uma abordagem comportamental. (Dissertação (Mestrado) Universidade Federal de Santa Maria–UFSM).
- Christie, A. A., & Zimmerman, J. L. (1994). Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: Corporate control contests. *Accounting Review*, 539-566.
- Cole, V., Branson, J., & Breesch, D. (2013). Determinants influencing the IFRS accounting policy choices of European listed companies. *Available at SSRN 2217498*.
- Collin, S. O. Y., Tagesson, T., Andersson, A., Cato, J., & Hansson, K. (2009). Explaining the choice of accounting standards in municipal corporations: Positive accounting theory and institutional theory as competitive or concurrent theories. *Critical perspectives on Accounting*, 20(2), 141-174.
- Collins, J. H., Shackelford, D. A., & Wahlen, J. M. (1995). Bank differences in the coordination of regulatory capital, earnings, and taxes. *Journal of accounting research*, 263-291.
- Consoni, S. (2014). *Divulgação voluntária e sua relação com gerenciamento de resultados contábeis: evidências no contexto da convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil. 141 f* (Doctoral dissertation, Dissertação (Mestrado em Contabilidade), Universidade Federal do Paraná, Curitiba).
- Cupertino, C. M., Martinez, A. L., & da Costa Jr, N. C. A. (2016). Consequências para a Rentabilidade Futura com o Gerenciamento de Resultados por Meio de Atividades Operacionais Reais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(71), 232-242.
- Dallabona, L. F., Martins, J. A. S., & Klann, R. C. (2014). Utilização do gerenciamento de resultados para a redução de custos políticos: uma análise a partir da DVA. *Contextus-Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 12(2), 91-115.

- Dantas, J. A., Galdi, F. C., Capelletto, L. R., & Medeiros, O. R. (2013). Discretionariedade na Mensuração de Derivativos como Mecanismo de Gerenciamento de Resultados em Bancos (Discretionary Actions in Measuring Derivatives as a Mechanism for Earnings Management in Banks). *Revista Brasileira de Finanças*, 11(1), 17.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting Review*, 400-420.
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting horizons*, 14(2), 235-250.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- Dierkes, M., Erner, C., & Zeisberger, S. (2010). Investment horizon and the attractiveness of investment strategies: A behavioral approach. *Journal of Banking & Finance*, 34(5), 1032-1046.
- Fama, E. F. (1970). Multiperiod consumption-investment decisions. *The American Economic Review*, 60(1), 163-174.
- Famá, R., de Moraes Cioffi, P. L., & Coelho, P. A. R. (2008). Contexto das finanças comportamentais: anomalias e eficiência do mercado de capitais brasileiro. *REGE Revista de Gestão*, 15(2), 65-78.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. D., & Chan, B. L. (2009). Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões.
- Felleg, R., Moers, F., & Renders, A. (2012). Investor reaction to higher earnings management incentives of overoptimistic ceos. *The Accounting Review*, 85(6), 1951-1984.
- Ferreira, C. F. & Yu, A. S. O., (2003). Todos acima da média: excesso de confiança em profissionais de finanças. *Revista de Administração, São Paulo*, 38(2), 101-111.
- Ferreira, F. R., Martinez, A. L., da Costa, F. M., & Passamani, R. R. (2012). Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 52(5), 488.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 255-307.
- Francis, J. (2001). Discussion of empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 309-319.
- Fuji, A. H. (2004). Gerenciamento de resultados contábeis no âmbito das instituições financeiras atuantes no Brasil. 2004 (Doctoral dissertation, Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)-Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Ge, W., Matsumoto, D., & Zhang, J. L. (2011). Do CFOs have style? An empirical investigation of the effect of individual CFOs on accounting practices. *Contemporary Accounting Research*, 28(4), 1141-1179.
- Gil, A. C. (2002). Metodologia da pesquisa. *São Paulo: Atlas*.
- Gioielli, S. O., De Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2013). Venture capital and earnings management in IPOs. Available at SSRN 1134932.

- Goulart, A. M. C. (2007). *Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Griffin, D. W., & Varey, C. A. (1996). Towards a consensus on overconfidence. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 65(3), 227-231.
- Habib, A., Sun, J., Cahan, S. F., & Hossain, M. (2012). CEO Overconfidence, Earnings Management and the Global Financial Crisis.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(04), 843-881.
- Halfeld, M., & Torres, F. D. F. L. (2001). Finanças comportamentais: a aplicações no contexto brasileiro. *Revista de administração de empresas*, 41(2), 64-71.
- Haller, A., & Wehrfritz, M. (2013). The impact of national GAAP and accounting traditions on IFRS policy selection: evidence from Germany and the UK. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 22(1), 39-56.
- Haubert, F. L. C., De Lima, M. V. A., & Herling, L. H. D. (2012). Finanças comportamentais: um estudo com base na teoria do prospecto e no perfil do investidor de estudantes de cursos stricto sensu da grande Florianópolis. *Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios*, 5(2), 171-199.
- Haubert, F. L. C., de Lima, C. R. M., & de Lima, M. V. A. (2014). Finanças Comportamentais: uma investigação com base na teoria do prospecto e no perfil do investidor de estudantes de cursos stricto sensu portugueses. *Revista de Ciências da Administração*, 16(38), 183.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1), 85-107.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial management*, 33-45.
- Hill, A. D.; Kern, D. A.; & White, M. A. (2014). Are we overconfident in executive overconfidence research? An examination of the convergence and contented validity of extant unobtrusive measures. *Jornal of Business Research*, 67(7), 1414 – 1420.
- Hilary, G., & Hsu, C. (2011). Endogenous overconfidence in managerial forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 300-313.
- Hochberg, Y. V. (2011). Venture capital and corporate governance in the newly public firm. *Review of Finance*, 16(2), 429-480.
- Holthausen, R. W. (1990). Accounting method choice: Opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives. *Journal of accounting and economics*, 12(1-3), 207-218.
- Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. (1983). The economic consequences of accounting choice implications of costly contracting and monitoring. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 77-117.
- Hribar, P., & Collins, D. W. (2002). Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting research*, 40(1), 105-134.

- Hribar, P., & Yang, H. (2015). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research*.
- Hsieh, T. S., Bedard, J. C., & Johnstone, K. M. (2014). CEO overconfidence and earnings management during shifting regulatory regimes. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(9-10), 1243-1268.
- Jaafar, A., & McLeay, S. (2007). Country effects and sector effects on the harmonization of accounting policy choice. *Abacus*, 43(2), 156-189.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 193-228.
- Kahneman, D. (2002). Maps of bounded rationality: A perspective on intuitive judgment and choice. *Nobel prize lecture*, 8, 351-401.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. In *Utility, probability, and human decision making* (pp. 141-162). Springer Netherlands.
- _____. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 263-291.
- Kale, J. R., Noe, T. H., & Ramirez, G. G. (1991). The effect of business risk on corporate capital structure: Theory and evidence. *The journal of finance*, 46(5), 1693-1715.
- Kang, S. H., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of accounting Research*, 353-367.
- Kermani, E., Kargar, E. F., & Zarei, E. (2014). The Effect of Managerial Overconfidence on Profit Smoothing Evidence from Tehran Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(9), 111-119.
- Kets de Vries, M. F. (1995). *Life and death in the executive fast lane: Essays on irrational organizations and their leaders*. Jossey-Bass.
- Kimura, H. (2003). Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. *RAE-eletrônica*, 2(1), 1-14.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- Lameira, V. (2012). As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(42), 7-25.
- Li, I. C., & Hung, J. H. (2013). The moderating effects of family control on the relation between managerial overconfidence and earnings management. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 16(02), 1350010.
- Lovullo, D., & Kahneman, D. (2003). Delusions of success. *Harvard business review*, 81(7), 56-63.
- Luo, S. (2010). *CEO overconfidence, managerial earnings forecasts and feedback*. University of Pittsburgh Working Paper.

- Macedo JR, J. S. (2003). Teoria do prospecto: uma investigação utilizando simulação de investimentos. (Doctoral dissertation, Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade de Santa Catarina).
- Machado, D. G., & Beuren, I. M. (2014). Gerenciamento de resultados: análise das publicações em periódicos brasileiros de contabilidade. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 33(1), 19-36.
- Machado, D., Benetti, J., & Bezerra, F. (2011). Análise da produção científica sobre earnings management em periódicos brasileiros e internacionais de contabilidade. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 10(4), 50-66.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The journal of finance*, 60(6), 2661-2700.
- _____. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Lakatos, E. M., & de Andrade Marconi, M. (1991). *Metodologia científica*. São Paulo: Atlas.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The journal of finance*, 7(1), 77-91.
- _____. (1959). *Portfolio Selection, Efficient Diversification of Investments*. J. Wiley.
- Martinez, A. L. (2001). "Gerenciamento" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras (Doctoral dissertation).
- _____. (2008). Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, v.19, n.19, p7-17.
- _____. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31.
- Martins, G. A. (2002). Considerações sobre os doze anos do Caderno de Estudos. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*. São Paulo, n. 30, p. 81-88.
- Martins, V. G., Paulo, E., & do Monte, P. A. (2016). O gerenciamento de resultados contábeis exerce influência na acurácia da previsão de analistas no Brasil?. *Revista Universo Contábil*, 12(3), 73.
- Mazzioni, S., Prigol, V., de Moura, G. D., & Klann, R. C. (2016). Influência da governança corporativa e da estrutura de capital no gerenciamento de resultados. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), 61-86.
- McKee, T. E. (2005). *Earnings management: an executive perspective*. South-Western Pub.
- McNichols, M., & Wilson, G. P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of accounting research*, 1-31.
- McNichols, M. F. (2001). Research design issues in earnings management studies. *Journal of accounting and public policy*, 19(4), 313-345.
- Melo, P. H. F. (2015). "Gerenciamento" dos resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas iniciais de ações de empresas brasileiras (Doctoral dissertation). (Dissertação (Mestrado) Universidade Federal de Minas Gerais–UFMG).
- Mineto, C. A. L. (2005). Percepção ao risco e efeito disposição: uma análise experimental da teoria dos prospectos. (Tese (Doutorado) Universidade Federal de Santa Catarina–UFSC).

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Mohanram, P. S. (2003). How to manage earnings management. *Accounting World*, 10(1), 1-12.
- Monsma, K. (2000). Repensando a escolha racional e a teoria da agência: fazendeiros de gado e capatazes no século XIX. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, 15(43), 83-114.
- Morsfield, S. G., & Tan, C. E. (2006). Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings?. *The Accounting Review*, 81(5), 1119-1150.
- Myers, S. C. (2003). Financing of corporations. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 215-253.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 77-100.
- Nobes, C., & Perramon, J. (2013). Firm size and national profiles of IFRS policy choice. *Australian accounting review*, 23(3), 208-215.
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), 5-22.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Paulo, E., Martins, E., & Corrar, L. J. (2007). Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. *Revista de Administração de Empresas*, 47(1), 46-59.
- Perlingeiro, B. D. C. L. (2009). *Teoria das escolhas contábeis: fair value de derivativos em bancos no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Pimenta, D. P., Borsato, J. M. L. S., & de Sousa Ribeiro, K. C. (2012). Um estudo sobre a influência das características sociodemográficas e do excesso de confiança nas decisões dos investidores, analistas e profissionais de investimento à luz das Finanças Comportamentais. *REGE Revista de Gestão*, 19(2).
- Pinto, M. J. T., Martins, V. A., & da Silva, D. M. (2015). Escolhas Contábeis: o Caso Brasileiro das Propriedades para Investimento. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 274-289.
- Piqueras, T. M. (2010). *Relação das diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável (book-tax differences) e gerenciamento de resultados no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Rajgopal, S., Shivakumar, L., & Simpson, A. V. (2007). A catering theory of earnings management. *Available at SSRN 991138*.
- Raman, K., Shivakumar, L., & Tamayo, A. (2013). Target's earnings quality and bidders' takeover decisions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1050-1087.
- Reis, E. M., Lamounier, W. M., & Bressan, V. G. F. (2015). Evitar Divulgar Perdas: Um Estudo Empírico do Gerenciamento de Resultados por Meio de Decisões Operacionais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 247-260.

- Resende, C. R. A., Oliveira, L. C. V., & Neto, M. T. R. (2008). Racionalidade e irracionalidade nas organizações: As contribuições da administração e da psicanálise. *Revista Pretexto*, 9(4).
- Rezende, G. P., & Nakao, S. H. (2012). Gerenciamento de resultados e a relação com o lucro tributável das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 8(1), 06-21.
- Rogers, P., Favato, V., & Securato, J. R. (2008). Efeito educação financeira no processo de tomada de decisões em investimentos: um estudo a luz das finanças comportamentais. In *II Congresso ANPCONT-Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Salvador/BA*.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 197-216.
- Saito, R., & Silveira, A. D. M. D. (2008). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 79-86.
- Santos, A., & Paulo, E. (2006). Diferimento das perdas cambiais como instrumento de gerenciamento de resultados. *BBR-Brazilian Business Review*, 3(1), 15-31.
- Santos, P. S., Verhagem, J. A., & Bezerra, F. A. (2011). Gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais e a governança corporativa: análise das indústrias siderúrgicas e metalúrgicas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(13), 55-74.
- Schaefer, P. S., Williams, C. C., Goodie, A. S., & Campbell, W. K. (2004). Overconfidence and the big five. *Journal of research in Personality*, 38(5), 473-480.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting horizons*, 3(4), 91-102.
- Scholes, M. S., Wilson, G. P., & Wolfson, M. A. (1990). Tax planning, regulatory capital planning, and financial reporting strategy for commercial banks. *Review of financial Studies*, 3(4), 625-650.
- Schrand, C. M., & Zechman, S. L. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1), 311-329.
- Seidler, J. C. O., & Decourt, R. F. (2014). Gerenciamento de resultados: análise bibliométrica dos estudos científicos nacionais no período de 2006 a 2013. *Registro Contábil*, 5(2), 21-48.
- Sharpe, W. F. (1963). A simplified model for portfolio analysis. *Management science*, 9(2), 277-293.
- _____. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of finance*, 40(3), 777-790.
- Silva, A. H. C. (2008). *Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Silva, M., Galdi, F. C., & Teixeira, A. M. (2010). Estudo sobre o efeito das eleições presidenciais no gerenciamento de resultados de empresas atuantes em setores regulados. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(2), 45-68.

- Silva, R. F. M., Lagioia, U. C. T., Maciel, C. V., & Rodrigues, R. N. (2009). Finanças Comportamentais: um estudo comparativo utilizando a teoria dos prospectos com os alunos de graduação do curso de ciências contábeis. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 11(33), 383.
- Silva, D. M., Martins, V. A., & Lemes, S. (2016). Escolhas Contábeis: reflexões para a pesquisa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(29), 129-156.
- Silva, W. V., Piccoli, P. G. R., Cruz, J. A. W., & Clemente, A. (2014). A eficiência do mercado de capitais brasileiros pela análise do efeito momento. v14n36p113. *Revista Economia & Gestão*, 14(36), 113-137.
- Simon, H. (1957). *Administrative behavior*. 2. ed. New York: Macmillan.
- Sincerre, B. P., Sampaio, J. O., Famá, R., & dos Santos, J. O. (2016). Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), 291-305.
- Stadler, C., & Nobes, C. W. (2014). The influence of country, industry, and topic factors on IFRS policy choice. *Abacus*, 50(4), 386-421.
- Sunder, S. (2014) *Teoria da Contabilidade e do Controle*. São Paulo, Atlas.
- Taylor, S. E., & Brown, J. D. (1988). Illusion and well-being: a social psychological perspective on mental health. *Psychological bulletin*, 103(2), 193.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.
- Thaler, R. H., & Mullainathan, S. (2000). *Behavioral economics*. National Bureau of Economic Research.
- Vasconcelos, C., Miyashiro, I., Reis, D., & Paulo, E. (2008). A influência da cobertura das empresas de rating sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(3), 37.
- Vasiliou, D., & Daskalakis, N. (2009). Institutional characteristics and capital structure: A cross-national comparison. *Global Finance Journal*, 19(3), 286-306.
- Von Neumann, J. V., & Morgenstern, O. (1944). *Theory of games and economic behavior* (Vol. 60). Princeton: Princeton university press.
- Wooldridge, J. M. (2005). *Introductory Econometrics. A modern approach*. 2 Ed. Thomson South-Western.
- Yilmaz, N., & Mazzeo, M. A. (2014). The effect of CEO overconfidence on turnover abnormal returns. *Journal of Behavioral and experimental Finance*, 3, 11-21.
- Yoshinaga, C. E., & Ramalho, T. B. (2014). Finanças comportamentais no Brasil: uma aplicação da teoria da perspectiva em potenciais investidores. *RBGN–Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 16(53), 594-615.
- Yoshinaga, C. E., de Oliveira, R. F., da Silveira, A. D. M., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). Finanças comportamentais. *REGE. Revista de Gestão*, 15(3), 25.
- Young, S. (1999). Systematic measurement error in the estimation of discretionary accruals: an evaluation of alternative modelling procedures. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(7-8), 833-862.
- Zendersky, H. C., (2005). *Gerenciamento de Resultados em Instituições Financeiras no Brasil – 2000 a 2004*. Dissertação (mestrado em Ciências Contábeis). Brasília: UnB.

Apêndice A - Resultado da regressão (*pooled OLS*) - modelo [2.8], com variável SINAL

Regressão <i>pooled OLS</i>			Número de Obs.	=	680
			F(14, 664)	=	0.0000
			Prob > F	=	0.0000
			R ²	=	0.2257
			Normalidade: (residuo)	=	0.0000
AD	Coef.	Erros Padrão Robustos	t	P > t	VIF
ECO	1.59e-12	4.56e-13	3.48	0.001***	1.01
SINAL	-.011716	.0081441	-1.44	0.151	1.04
CRES	.0000461	.0005174	0.09	0.929	1.05
ROA	.0101225	.0005366	18.86	0.000***	1.06
ALAV	.0373699	.026862	1.39	0.165	1.18
TAM	-.0079136	.0018444	-4.29	0.000***	1.16
BIND	-.0378379	.0107555	-3.52	0.000***	1.38
CNCIC	-.0207456	.0142605	-1.45	0.146	1.27
MBAS	-.0368614	.0080046	-4.61	0.000***	1.30
PGBIO	.0168709	.0309009	0.55	0.585	1.26
SAUDE	-.0268334	.0139592	-1.92	0.055*	1.15
TINFO	-.042328	.0102277	-4.14	0.000***	1.02
TELEC	-.0416444	.014424	-2.89	0.004***	1.05
UPUBL	-.0385045	.0083717	-4.60	0.000***	1.22
_cons	.124826	.0261866	4.77	0.000***	

Nota: AD = *accruals* discricionários; ECO = excesso de confiança e otimismo; SINAL = *dummy* para sinal do valor estimado pelo modelo de Jones Modificado (1995); CRES = crescimento da receita operacional líquida; ROA = rentabilidade do ativo; ALAV = medida de alavancagem (endividamento); TAM = logaritmo natural da receita operacional; BIND = variável *dummy* para setor de Bens Industriais; CNCIC = variável *dummy* para setor de Consumo Não-Cíclico; MBAS = variável *dummy* para setor de Materiais Básicos; PGBIO = variável *dummy* para setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis; SAUDE = variável *dummy* para setor de Saúde; TINFO = variável *dummy* para setor de Tecnologia da Informação; TELEC = variável *dummy* para setor de Telecomunicações; UPUBL = variável *dummy* para setor de Utilidade Pública.***, ** e * Significante ao nível de 1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborado pelo autor

Apêndice B - Regressões do modelo [2.8], com diagnóstico de painel

		AD		
VARIÁVEIS		MQO	EFEITOS FIXOS	EFEITOS ALEATÓRIOS
ECO	Coef.	1,74e-12	5,71e-12	1,74e-12
	Sig.	0,000***	0,000***	0,43300
CRES	Coef.	0,00011	-0,00040	0,00011
	Sig.	0,83200	0,48600	0,90100
ROA	Coef.	0,01007	0,01155	0,01007
	Sig.	0,000***	0,000***	0,000***
ALAV	Coef.	0,03811	0,02417	0,03811
	Sig.	0,0164**	0,19500	0,000***
TAM	Coef.	-0,00803	0,00193	-0,00803
	Sig.	0,000***	0,85000	0,000***
BIND	Coef.	-0,03702	0,00000	-0,03702
	Sig.	0,001***		0,001***
CNCIC	Coef.	-0,01914	0,00000	-0,01914
	Sig.	0,18300		0,14800
MBAS	Coef.	-0,03749	0,00000	-0,03749
	Sig.	0,000***		0,001***
PGBIO	Coef.	0,01538	0,00000	0,01538
	Sig.	0,61600		0,41100
SAUDE	Coef.	-0,02680	0,00000	-0,02680
	Sig.	0,053*		0,091*
TINFO	Coef.	-0,03784	0,00000	-0,03784
	Sig.	0,000***		0,38400
TELEC	Coef.	-0,03089	0,00000	-0,03709
	Sig.	0,010***		0,23400
UPUBL	Coef.	-0,03875	0,00000	-0,03875
	Sig.	0,000***		0,007***
_cons	Coef.	0,11852	0,03424	0,11852
	Sig.	0,000***	0,67900	0,000***
R ²		0,2229	within = 0,1248 between = 0,1401 overall = 0,1299	within = 0,1024 between = 0,4553 overall = 0,2229
Prob. (F)		0,00000	0,00000	0,00000
Teste de Chow			1,04737 (0,356519)	
Teste de Breusch-Pagan			0,0856455 (0,769788)	
Teste de Hausman			14,582 (0,334168)	

Nota: AD = *accruals* discricionários; ECO = excesso de confiança e otimismo; CRES = crescimento da receita operacional líquida; ROA = rentabilidade do ativo; ALAV = medida de alavancagem (endividamento); TAM = logaritmo natural da receita operacional; BIND = variável *dummy* para setor de Bens Industriais; CNCIC = variável *dummy* para setor de Consumo Não-Cíclico; MBAS = variável *dummy* para setor de Materiais Básicos; PGBIO = variável *dummy* para setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis; SAUDE = variável *dummy* para setor de Saúde; TINFO = variável *dummy* para setor de Tecnologia da Informação; TELEC = variável *dummy* para setor de Telecomunicações; UPUBL = variável *dummy* para setor de Utilidade Pública. ***, ** e * Significante ao nível de 1%, 5% e 10%.

Fonte: elaborado pelo autor

Apêndice C – Mnemônicos *Bloomberg* das variáveis

Variáveis	Mnemônico <i>Bloomberg</i>
Ativo Circulante	BS_CUR_ASSET_REPORT
Ativo Imobilizado (Bruto)	BS_GROSS_FIX_ASSET
Ativo Total	BS_TOT_ASSET
Contas a Receber	BS_ACCT_NOTE_RCV
Despesa com Depreciação e Amortização	CF_DEPR_AMORT
Disponibilidades	C&CE_AND_STI_DETAILED
Dívidas de curto prazo	BS_ST_BORROW
Intangível	BS_DISCLOSED_INTANGIBLES
Lucro Líquido	NI_INCLUDING_MINORITY_INT_RATIO
Passivo Circulante	BS_CUR_LIAB
Receita Líquida	SALES_REV_TURN

Fonte: elaborado pelo autor